جامعة مؤتة

عمادة الدراسات العليا

أثر تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي

دراسة حالة الأردن (1979-2009)

إعداد

جميلة يحيى صحراوي

إشراف

الأستاذ الدكتور سعيد الطراونة

رسالة مقدمة إلى عمادة الدراسات العليا

استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة

الماجستير في الإقتصاد قسم إقتصاديات المال والأعمال

جامعة مؤتة، 2011

الآراء الواردة في الرسالة الجامعية لا تعبر

بالضرورة عن وجهة نظر جامعة مؤتة

بسم الله الرحمن الرحيم

MUTAH UNIVERSITY
Deanship of Graduate Studies

جامعة مؤتة
عمادة الدراسات العليا

نموذج رقم (14)

قرار إجازة رسالة جامعية

تقرر إجازة الرسالة المقدمة من الطالبة جميلة يحيى صحراوي الموسومة بـــ:

أثر تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي : دراسة حالة الأردن (1979– 2009).

استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في **الاقتصاد.**

القسم: الاقتصاد.

	التوقيع	التاريخ	
أ.د. سعيد محمود الطراونة		2011/04/05	مشرفاً ورئيسا
أ.د. أحمد إبراهيم ملاوي		2011/04/05	عضواً
د. عبدالله الشيخ محمود الطاهر		2011/04/05	عضواً
أ.د. محمود حسين الوادي		2011/04/05	عضواً

عميد الدراسات العليا

أ.د. صالح الكساسبة

MUTAH-KARAK-JORDAN
Postal Code: 61710
TEL :03/2372380-99
Ext. 5328-5330
FAX:03/ 2375694
e-mail: dgs@mutah.edu.jo sedgs@mutah.edu.jo
http://www.mutah.edu.jo/gradest/derasat.htm

مؤته – الكرك – الاردن
الرمز البريدي :61710
تلفون :99-03/2372380
فرعي 5328-5330
فاكس 03/2 375694
البريد الالكتروني
الصفحة الالكترونية

الإهداء

إلى بلدي الحبيب الجزائر

إلى بلدي الثاني الأردن

إلى والديَّ .....إجلالا وإكبارا

أدعو لهما : ﴿وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا﴾

سورة الإسراء: الآية 24

إلى من آثروني على أنفسهم........ إخوتي

إلى من جعلهم الله إخوتي في الله ....ومن أحببتهم في الله ....إلى صديقاتي وأصدقائي

إلى أهلي بالجزائر والأردن

إليكم جميعا أهدي عملي وسهري وجدي في منارة العلم ولا أجزيكم صنيعكم بأي إهداء.

جميلة يحي صحراوي

الشكر والتقدير

بعد حمد الله سبحانه وتعالى الذي أعانني على إعداد هذه الرسالة، أتوجه بجزيل الشكر وعظيم الامتنان لمشرفي الأستاذ الدكتور سعيد الطراونة، على ما بذله من جهد عظيم ومتواصل في توفير الدعم العلمي، والنفسي، والتوجيه، والمساعدة خلال فترة إعداد الرسالة، مما كان له الأثر الكبير في إخراج هذا البحث إلى حيز الوجود.

كما أتقدم بالشكر والعرفان إلى أعضاء لجنة المناقشة كل من الأستاذ الدكتور محمود حسين الوادي والأستاذ الدكتور أحمد ملاوي والدكتور عبد الله الطاهر على ما أبدوه من ملاحظات، وما قدموه من نصائح وتوجيهات، من أجل إثراء هذه الرسالة.

جميلة يحي صحراوي

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

قائمة الملاحق

الملخص

أثر تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي
دراسة حالة الأردن للفترة (1979−2009)

جميلة يحي صحراوي

جامعة مؤتة، 2011

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر تطور كل من السوق المالي والجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة (1979−2009). ولتحقيق أهداف الدراسة تم تطبيق الاختبارات والأساليب القياسية الآتية: اختبار جذر الوحدة، اختبار الاستقرارية للنموذج، اختبار التكامل المشترك، ونموذج متجه تصحيح الخطأ. حيث تم استخدام الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كممثل للنمو الاقتصادي، ومتغيري القيمة السوقية للأسهم ومعدل دوران الأسهم لتمثيل تطور السوق المالي، ومتغيري عرض النقد والائتمان المحلي لتمثيل تطور الجهاز المصرفي، وتم إضافة الإنفاق الحكومي كممثل للسياسة المالية.

أظهرت نتائج اختبار التكامل المشترك أن هناك علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، حيث تبين أن الائتمان المحلي له تأثير سلبي ومعنوي على النمو الاقتصادي، بينما تبين أن لعرض النقد، والقيمة السوقية، ومعدل الدوران تأثير إيجابي ومعنوي على النمو الاقتصادي، في حين أن الإنفاق الحكومي له تأثير سلبي غير معنوي على النمو الاقتصادي. وتوصل اختبار السببية المبني على نموذج متجه تصحيح الخطأ إلى تحقق فرضية قيادة العرض في المدى الطويل وفي المدى القصير، حيث تبين وجود اتجاه أحادي السببية من متغيرات تطور الجهاز المصرفي، وتطور السوق المالي إلى متغير النمو الاقتصادي، بينما تبين وجود اتجاه أحادي السببية من الإنفاق الحكومي إلى النمو الاقتصادي في المدى الطويل، واتجاه ثنائي السببية بينهما في المدى القصير. وأظهر اختبار تحليل مكونات التباين أن تطور الجهاز المصرفي له تأثير أكبر من تطور السوق المالي على النمو الاقتصادي. وأخيرا بين اختبار دالة الاستجابة الفورية، أن هناك تأثير سلبي للائتمان المحلي على النمو الاقتصادي في المدى القصير، بينما بقية المتغيرات كان لها تأثير إيجابي.

ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها الدراسة، هي ضرورة توجيه الائتمان المحلي إلى استثمارات منتجة في الفترة طويلة الأجل، والعمل على رفع كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية، والاهتمام بجذب الاستثمارات الأجنبية، وتنمية ثقافة الاستثمار في سوق عمان المالي. **الكلمات المفتاحية: النمو الاقتصادي، تطور السوق المالي، تطور الجهاز المصرفي، نموذج متجه تصحيح الخطأ، الأردن.**

Abstract

The Impact of Financial Market Development and the Banking System Development on Economic Growth Jordan during the Period (1979-2009)

Djamila Yahia Sahraoui
Mu'tah University, 2011

This study aims to investigate the dynamic impact of the development of stock exchange and the banking system on economic growth in Jordan, for the period (1979-2009). To achieve this objective, the study used many tests and methods: unit root test, stability test for the model, cointegration test, and estimate the vector error correction model. Where the real gross domestic product is used to represent economic growth, while the market capitalization and turnover ratio are employed to represent stock market development. On the other hand money supply and domestic credit are utilized to represent banking system development. Finally, the fiscal policy is investigated through the government spending.

The cointegration test suggests that there is long-run relationship between the variables; first, the domestic credit has negative impact on economic growth. Second, the money supply, market capitalization and turnover ratio have positive impact on economic growth. Third, government spending has negative and insignificant impact on economic growth. The causality test based on vector error correction model supports the supply-leading hypothesis in the long run as well as the short run. Besides, the results demonstrated the presence of unidirectional causality from government spending to economic growth in the long run, and bidirectional causality between them in the short run. The variance decomposition analysis showed that the banking system development has a greater impact than stock market development on economic growth. Finally, the impulse response function revealed that there is a negative impact of domestic credit on economic growth in short run. While, other variables have a positive effect.

The study recommends directing the domestic credit to a productive investment in the long run, improving the efficiency of Amman Stock Exchange, and encouraging the foreign investment, as well as developing investment culture in Amman Stock Exchange.

Keywords: Economic Growth, Stock Exchange Development, Banking System Development, Vector Error Correction Model, Jordan.

الفصل الأول

خلفية الدراسة وأهميتها

1-1 مقدمة

تأتي أهمية النمو الاقتصادي من إيمان الشعوب بأن حريتها الحقيقية تكمن في تحقيق مستوى لائق من المعيشة، حيث يعرف النمو الاقتصادي بأنه عملية يزداد فيها الدخل القومي الحقيقي للنظام الاقتصادي السائد خلال فترة زمنية طويلة، فإذا كان معدل النمو الاقتصادي بالأسعار الثابتة أكبر من معدل النمو السكاني فإن دخل الفرد في المتوسط يزداد. ولتحقيق النمو الاقتصادي يجب توفر مجموعة من المقومات أهمها وجود نظام مالي متطور وفعال، حيث يتشكل هذا الأخير من مجموعة من الأجهزة والمؤسسات المالية أبرزها السوق المالي والجهاز المصرفي، اللذان يؤديان دورا محوريا ومتزايد الأهمية في تحقيق معدلات نمو عالية في مختلف دول العالم، فهما يشجعان الادخار والاستثمار؛ من خلال حشد المدخرات المحلية، والأجنبية وتحويلها إلى استثمارات، وتسهيل تعاملات الأسواق من خلال توفير التمويل والمعلومات المالية، إلى جانب الرقابة على أداء شركات المساهمة العامة في الأسواق المالية، كما يحثان أيضاً على التوجيه الأمثل للأموال المتوفرة للاستثمار. علاوة على ذلك، فإنهما يقدمان مجموعة من الخدمات المالية الأخرى مثل تحويل الأموال، والضمانات، وإدارة المخاطر، والتخطيط المالي، وإدارة الاستثمار، والخدمات الاستشارية، التي أصبح المجتمع بحاجة متزايدة لها في العصر الحالي، بالإضافة إلى تعظيم الثروة وتحسين تنافسية الاقتصاد.

في المقابل فإن ضعف كل من السوق المالي والجهاز المصرفي يؤدي إلى اكتناز غير منتج للأموال، وكذلك توسع في النشاطات الريعية ذات المردود الإجتماعي المحدود أو حتى السلبي، ويساهم في تهيئة الظروف لحدوث صدمات، أو أزمات مالية تنعكس سلبا على أداء القطاع الحقيقي.

وفي ضوء تحديات العولمة والتطور التكنولوجي في قطاع الاتصالات والمعلومات، خصوصا في اقتصاد نامي وصغير، ومنفتح كالاقتصاد الأردني، الذي يتميز بتأثره بالعوامل السياسية، وندرة موارده الاقتصادية، فقد تنبهت الحكومات الأردنية

المتعاقبة لأهمية الدور التنموي الذي يؤديه كل من السوق المالي، والجهاز المصرفي في تعظيم الثروة، وخلق فرص العمالة، علاوة على تحسين كفاءة وتنافسية الاقتصاد الأردني، حيث شهد الجهاز المصرفي الأردني تطورا ملحوظا في السنوات السابقة من خلال تنظيم أعمال التحويل الإلكتروني للأموال وزيادة المصارف، كما وقطع سوق عمان المالي شوطا طويلا منذ تأسيسه وخصوصا في العقد الأخير، وذلك نتيجة توجه الأردنيين من كافة طبقات المجتمع إلى الاستثمار في السوق المالي، إضافة إلى النمو المتزايد للاستثمار الأجنبي فيه، وبهذا أصبح كل من الجهاز المصرفي والسوق المالي يحتل الصدارة في القطاع المالي الأردني، حيث يأتي الجهاز المصرفي في المرتبة الأولى من حيث الوزن النسبي، ليليه بعد ذلك سوق عمان المالي.

1-2 مشكلة الدراسة

من الناحية النظرية، فإن لكل من السوق المالي والجهاز المصرفي تأثير واضح على النمو الاقتصادي، لكن نظرا للجدل القائم بين الاقتصاديين حول هذا الأثر، وكون العديد ممن أيدوا وجود هذه العلاقة، اختلفوا في اتجاه العلاقة السببية القائمة بينهما، بالإضافة إلى اختلاف النتائج التي تم التوصل إليها من قبل الباحثين في مختلف الدول، ومن ثم فإن هذه الدراسة تسعى للإجابة عن التساؤل التالي: ماهي طبيعة علاقة كل من تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي بالنمو الاقتصادي في الأردن؟ وما هو اتجاه هذه العلاقة؟

1-3 أهداف الدراسة

1- التعرف على مختلف المراحل التي مر بها كل من تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي في الأردن خلال الفترة (1979-2009).
2- بيان طبيعة وتحديد اتجاه العلاقة بين تطور سوق عمان المالي والنمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة (1979-2009).
3- بيان طبيعة وتحديد اتجاه العلاقة بين تطور الجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة (1979–2009).

4 -بيان التأثير النسبي لكل من تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة (1979–2009).

5 -الوصول إلى توصيات بناءً على نتائج الدراسة، قد تدفع متخذي القرارات إلى توجيه كل من السوق المالي والجهاز المصرفي بما يخدم النمو الاقتصادي في الأردن.

1 4 أهمية الدراسة

تكتسب الدراسة أهميتها من أهمية النظام المالي في تحقيق النمو الاقتصادي، حيث تمثل إدارة النظام المالي إحدى التحديات الكبرى التي تواجه صانعي السياسة في الأردن، فالأداء الاقتصادي الكلي يعتمد إلى حد بعيد على وضعية النظام المالي، حيث أن سير هذا الأخير يؤثر بشدة على الأداء الاقتصادي في المدى الطويل، وعلى الاستقرار الاقتصادي في المدى القصير، فالتشوهات في القطاع المالي تشكل عقبات حادة أمام النمو الاقتصادي في المدى الطويل، وذلك من خلال إلحاقها الضرر بتراكم رأس المال، ونمو إنتاجية عوامل الإنتاج، الأمر الذي يؤدي في الأخير إلى حدوث صدمات اقتصادية حادة تؤثر على جميع القطاعات.

وفي الأردن يحتل الجهاز المصرفي وسوق عمان المالي مكانة مهمة في تمويل الاقتصاد الأردني بالمقارنة مع بقية المؤسسات التابعة للقطاع المالي، وذلك لقدرتهما على حشد المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات، ونتيجة لتطبيق مجموعة من الإصلاحات جعلتهما يحققان نموا وتطورا خلال الأعوام السابقة، وعليه فإن القيام بدراسة تأثير تطور كل منهما على النمو الاقتصادي في الأردن، يمكن أن يؤدي إلى نتائج هامة، قد تساعد أصحاب القرار في الأردن على إتخاذ القرارات المستقبلية المناسبة التي تخدم الاقتصاد الأردني، وتقيه من الوقوع في الصدمات. وتزداد أهمية الدراسة باعتبارها الأولى بحسب علم الباحثة التي تتناول السوق المالي والجهاز المصرفي معا باستخدام أدوات تحليل السلاسل الزمنية.

1 5 فرضيات الدراسة

تحقيقا لأهداف الدراسة تمت صياغة الفرضيات الرئيسة التالية:

1 - تطور سوق عمان المالي يؤثر إيجابا على النمو الاقتصادي في الأردن، وتندرج تحت هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

1 1 القيمة السوقية للأسهم تؤثر إيجابا على النمو الاقتصادي.

1 2 معدل الدوران للأسهم يؤثر إيجابا على النمو الاقتصادي.

2 - تطور الجهاز المصرفي يؤثر إيجابا على النمو الاقتصادي في الأردن، وتندرج تحت هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

2 1 الإئتمان المحلي يؤثر إيجابا على النمو الاقتصادي.

2 2 عرض النقد بالمعنى الواسع M_2 يؤثر إيجابا على النمو الاقتصادي.

3 - أن تأثير تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي هو أكبر من تأثير تطور السوق المالي على النمو الاقتصادي في الأردن.

4 -أن هناك اتجاه ثنائي السببية بين تطور سوق عمان المالي والنمو الاقتصادي في المدى الطويل وفي المدى القصير.

5 -أن هناك اتجاه ثنائي السببية بين تطور الجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي في المدى الطويل وفي المدى القصير.

1 6 منهجية الدراسة وتسلسلها

لتحقيق أهداف هذه الدراسة، تم استخدام بيانات للفترة (1979-2009)، واشتملت متغيرات الدراسة (مع العلم بأن جميعها قد مثلت بالصيغة اللوغاريتمية) على: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمتغير يمثل النمو الاقتصادي، ومتغيرين كمؤشرين دالين على تطور السوق المالي هما: القيمة السوقية الحقيقية للأسهم (Market Capitalization)، ومعدل دوران الأسهم (Turnover Ratio)، وكذلك بالنسبة لتطور الجهاز المصرفي، فقد تم استخدام متغيرين هما: عرض النقد الحقيقي بالمعنى الواسع (M_2) (Money Supply)، والإئتمان المحلي الحقيقي (Domestic Credit)،

بالإضافة إلى الإنفاق الحكومي الحقيقي كمتغير ممثل للسياسة المالية، وتم الحصول على البيانات اللازمة لهذه الدراسة، من النشرات والتقارير السنوية الصادرة عن البنك المركزي الأردني، والنشرات السنوية لسوق عمان المالي، وقد اعتمدت الدراسة أسلوبين في تحليل البيانات هما الوصفي التحليلي والقياسي الإحصائي.

وتتضمن الدراسة خمسة فصول، الفصل الأول يشتمل على المقدمة ويتناول مشكلة الدراسة، وأهداف الدراسة، وأهميتها وفرضياتها، وكذلك منهجيتها وتسلسلها. ويتعرض الفصل الثاني للإطار النظري، حيث يتناول نظرة عامة على الجهاز المصرفي والسوق المالي ثم يتم التطرق إلى النظرية الاقتصادية التي تفسر العلاقة بين كل من الجهاز المصرفي والسوق المالي والنمو الاقتصادي، ومن ثم يتم التطرق إلى القنوات التي من خلالها يؤثر كل منهما في النمو الاقتصادي، ثم ينتهي بعرض الدراسات السابقة. أما الفصل الثالث فيخصص لدراسة تطور كل من السوق المالي والجهاز المصرفي في الأردن، وذلك من خلال التعرض إلى نشأة وهيكل كل منهما، ثم ننتقل إلى وصف وتحليل مؤشرات تطورهما. بينما يقوم الفصل الرابع على التحليل القياسي، وذلك بتقدير العلاقة بين مؤشرات تطور السوق المالي ومؤشر النمو الاقتصادي في الأردن من ناحية، وتقدير العلاقة بين مؤشرات تطور الجهاز المصرفي ومؤشر النمو الاقتصادي في الأردن من ناحية أخرى، وذلك باستخدام مجموعة من الاختبارات وهي: اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test)، اختبار استقرارية معالم النموذج (Stability Test)، اختبار التكامل المشترك (Cointegration Test)، وتطبيق نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model)، الذي يعتمد على مجموعة من الاختبارات وهي: اختبار السببية، وتحليل مكونات التباين، واختبار دالة الاستجابة الفورية بينما اشتمل الفصل الخامس على النتائج والتوصيات التي توصلت إليها الدراسة.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

2-1 الإطار النظري

يعد كل من الجهاز المصرفي والسوق المالي جزءا أساسيا من البناء الاقتصادي والاجتماعي السائد في أي دولة، حيث تتجسد أهميتهما في جلب وتنظيم الموارد المتاحة في الاقتصاد، وتوزيعها على جوانب الاستثمار المختلفة بما يكفل تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية.

2-1-1 السوق المالي

هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها المؤسسات المالية، وشركات الأعمال، والبنوك التجارية، سواءا كانت أسهم أو سندات (الشبلي والشبلي، 2000).

أولا: أقسام السوق المالي

عادة يجري التمييز بين نوعين من أسواق الأوراق المالية هما:

1- السوق الأولي (سوق الإصدار)

يختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة، أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأس مالها. وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال، يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء كان الاكتتاب عام أو خاص، وهذا يعطي الفرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال.

2- السوق الثانوي(سوق التداول)

ويختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، أي بعد توزيعها سواء مباشرة، أو بواسطة إحدى المؤسسات المالية المتخصصة (حنفي وقرياقص، 2000) ويتخذ هذا السوق شكلين هما:

أ -السوق المنظم

يتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، حيث أن التعامل بالأوراق المالية يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة بهذا السوق ويعرف هذا السوق بالبورصة.

ب - السوق غير المنظم

ويسمى غير المنظم نسبة إلى المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم (البورصة)، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل، ويقوم بالتعامل في هذه السوق بيوت السماسرة؛ حيث تتم من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات القوية التي تتمثل في خطوط تلفونية، أو أطراف للحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة، والتجار، والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار من يقدم له أفضل الأسعار، حيث يتم تحديد سعر الورقة بالتفاوض (الشبلي والشبلي، 2000).

وتشتمل الأدوات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية على الأسهم، والسندات، والأوراق المالية المشتقة مثل: عقود الخيار والعقود المستقبلية وعقود المقايضة.

ثانيا: مؤشرات قياس أداء السوق المالي

هناك معايير عدة يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء أسواق الأوراق المالية، ولمعرفة درجة تقدم السوق ونضجها، فإن هناك مجموعة من المؤشرات تعبر عنها، وفي الوقت نفسه تعكس أداءها، وتستخدم هذه المؤشرات أو المعايير لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافه، ومن أهم هذه المؤشرات مايلي:

1 -المؤشر العام لأسعار الأسهم

هو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم، يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق المالي، وهذا المؤشر هو مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية للبلد، فإذا كانت حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الصعود، يطلق على السوق بأنه سوق صعودي (Bull market)،

وعندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط، يطلق على السوق بالسوق النزولي أو الهبوطي (Bear market) (الزعبي، 2000).

2- حجم السوق: غالبا ما يقاس حجم السوق بمؤشرين هما:

أ -القيمة السوقية

هي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق المالي، ومن الناحية الاقتصادية، ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداه أن حجم السوق يرتبط إيجابا أو سلبا بالقدرة على حشد رأس المال وتنويع الخطر. بيد أنه يعاني من أوجه قصور، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع القيمة السوقية، في حين أن حجم المعاملات بها يكون صغيرا، أي تكون السوق غير نشطة (Beck and Levine, 2004).

ب-عدد الشركات

يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق. غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية. إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق رأس المال كبيرا، ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا (أندراوس، 2005).

3- مؤشرات السيولة

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في السوق المالي، وهذا ما يجعل الاستثمار المالي أقل خطرا، الأمر الذي يشجع على الاستثمار طويل الأجل. وثمة مؤشران يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة السوق المالي هما:

أ -حجم التداول

يمثل قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق (Rousseau and Xiao, 2007)، وهو يكمل مؤشر القيمة السوقية في السوق، فعلى الرغم من أن السوق تكون كبيرة، إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا (Levine and Zervos, 1996).

ب- معدل الدوران

يشير إلى القيمة الكلية للتعاملات في السوق المالي مقسومة على القيمة السوقية. ويكمل معدل الدوران القيمة السوقية، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة، فهي صغيرة لانخفاض القيمة السوقية للسوق، ونشطة لارتفاع معدل الدوران. ومن ناحية أخرى يكمل معدل الدوران حجم التداول، فعلى حين يوضح حجم التداول حجم المعاملات في السوق المالي، فإن معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق. فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها القيمة السوقية بينما يرتفع بها معدل الدوران (أندراوس، 2005).

4- درجة التركيز

يقصد بدرجة تركيز التداول، ما إذا كان حجم التداول مركزا في عدد محدد من الشركات المقيدة، أو موزعا على عدد كبير فيها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي القيمة السوقية، وإجمالي قيمة التداول، وتعد درجة التركيز العالية أمرا غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق (Nieuwerburgh et al., 2006).

2-1-2 الجهاز المصرفي

هو عبارة عن مجموع المؤسسات التي تعمل في سوق النقود، ومن ثم فهي تتميز بتعاملها في عمليات الإئتمان قصير الأجل، وذلك بعكس السوق المالي الذي يقتصر تعامله على الإئتمان طويل الأجل (شيحة وعوض الله، 1992).

أولا: هيكل الجهاز المصرفي

1- البنك المركزي

هو بنك الإصدار الرسمي للدولة، ويتمتع بمكان الصدارة بالنسبة للوحدات المصرفية التي يتكون منها الجهاز المصرفي، حيث له سلطة إدارة السياسة النقدية، فيتولى إصدار النقد، ويعمل على المحافظة على استقرار قيمة العملة المحلية، والإحتفاظ بحسابات الحكومة والبنوك لديه، كما يشرف على رقابة البنوك، حيث يوجهها بما يخدم الصالح العام، وبما يضمن حماية أموال المودعين (جبر، 2002).

2- البنوك التجارية

عبارة عن مؤسسات إئتمانية غير متخصصة يطلق عليها في الغالب بنوك الودائع، وتتبع هذه التسمية من الوظيفة الأساسية التي تقوم بها والمتمثلة في تلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد أجل، كما تقوم بوظيفة أساسية أخرى تتمثل في خلق النقود، والمتمثلة في تقديم قروض من الودائع نفسها التي تلقتها، حيث يساهم ذلك في زيادة الاستثمارات المنتجة، وبالتالي يؤثر هذا الاتجاه على مستوى النشاط الاقتصادي (الشافعي، 1982)، بالإضافة إلى الوظائف التقليدية، هناك وظائف حديثة أصبحت تميز البنوك التجارية، وهذا من خلال استثمارها في الأسواق المالية، حيث أصبحت تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية لحسابها في السوق المالي، والقيام بدور الوسيط للعملاء، والحصول على عمولة مقابل ذلك، كما اتسع نشاطها في خدمة التجارة الدولية (العصار والحلبي، 2000).

3- البنوك المتخصصة

هي تلك البنوك التي تقوم بالعمليات المصرفية التي تخدم نوعا محددا من النشاط الاقتصادي، مثل النشاط الزراعي، والصناعي، والعقاري، وذلك وفقا للقرارات الصادرة بتأسيسها، والتي لا يكون قبول الودائع تحت الطلب من بين أوجه نشاطها الرئيسية، حيث تتعامل في الإئتمان متوسط وطويل الأجل، ومن ثم فإن نشاط هذه البنوك يخرج عن طبيعة نشاط البنوك التجارية (الشراح، 1989).

4- البنوك الشاملة

هي تلك الكيانات المصرفية التي تسعى دائما وراء تنويع مصادر التمويل، وتعبئة المدخرات من كافة القطاعات، فهي تقدم كافة الخدمات المصرفية التي تقدمها البنوك التجارية والبنوك المتخصصة (عبد المطلب، 2001).

5- البنوك الإسلامية

تتميز عن غيرها أنها تقبل كافة أنواع الودائع وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، حيث أنها لا تعطي فوائد على الودائع، إنما تسمى الودائع لديها بالودائع الاستثمارية، حيث تشارك في أرباح العمليات التي تقوم بها بنسب متفق عليها بين المودع والبنك،

كما تقبل الودائع تحت الطلب والتي لا تشارك في الأرباح، وتقدم خدمات مصرفية خالية من الفائدة، وإنما على أساس العمولة كما تقدم قروض حسنة (جبر، 2002).

6 بنوك الاستثمار

هي عبارة عن مؤسسات وساطة مالية تعمل على جعل مدخرات الأفراد والمنشآت في متناول منشآت الأعمال، وذلك من خلال قيام بنك الاستثمار بشراء الإصدار الكامل من الأوراق المالية من الشركة المصدرة، ثم يقوم ببيعها للجمهور، حيث يتحمل خطر التقلبات في أسعار هذه الأوراق من فترة شرائه لها إلى حين بيعها، كما تقوم بتقديم المشورة للشركة المصدرة، فيما يخص الصفات التي يجب أن تتميز بها الأوراق المالية المصدرة لتأمين تسويقها بنجاح (جبر، 2002).

3-1-2 نظرية التطور المالي والنمو الاقتصادي

تعتبر العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي من القضايا الأكثر جدلا في الاقتصاد، حيث حاول العديد من الباحثين تحديد طبيعة العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي، فيما إذا كان النمو الاقتصادي هو الذي يقود التطور المالي أم العكس، وجاءت العديد من الدراسات والأبحاث في هذا الصدد، حيث يمكن حصرها في أربع اتجاهات هي:

أولا: فرضية قيادة العرض (Supply-Leading hypothesis)

تؤكد هذه الفرضية على أن التعميق المالي هو شرط ضروري ومسبق للنمو الاقتصادي، حيث تم تعريف التعميق المالي من قبل شاو (Shaw, 1973) بأنه ظاهرة زيادة معدل النمو بشكل أسرع بالنسبة للقطاع المالي عنه في القطاع الحقيقي في الاقتصاد، حيث تؤكد الفرضية أن المؤسسات المالية يمكنها أن تعزز الكفاءة الاقتصادية ككل، وتوجد وتوسع السيولة وتحشد الادخارات، وتعزز تراكم رأس المال، وتحول الموارد من القطاعات التقليدية إلى قطاعات تشجع على النمو أكثر. وأول من انتبه إلى هذا الدور كان الاقتصادي شومبيتر عام 1911، من خلال كتابه التطور الاقتصادي (The Theory of Economic Development)، الذي أكد على أهمية الدور الذي يؤديه النظام المصرفي في عملية التطور والنمو الاقتصادي، وذلك

بمساهمته في عملية تكوين رأس المال عن طريق خلق الإئتمان، حيث يصبح رأس المال في نظريته عبارة عن قوة شرائية جديدة تنعكس في النهاية بوسائل إنتاج حقيقية جديدة، وهذه القوة الشرائية ضرورية لتحقيق النمو الاقتصادي (Liu and Hsu, 2006)، وكان لآراء شومبيتر تأثيرا على بعض اقتصادي أوروبا، حيث ظهرت آراء جديدة أعطت للنظام المصرفي الدور القيادي في عملية التنمية. في بداية الأمر اهتمت الأبحاث بدور النظام المصرفي في النمو، وكان هناك تركيز أقل على السوق المالي، لكن نظرا للتطور الذي عرفته الأسواق المالية اتجه العديد من الاقتصاديين إلى تقصي العلاقة بينها وبين النمو الاقتصادي.

وقد تبنى هذه الفرضية بعد شومبيتر عدد من الاقتصاديين البارزين أمثال: مكينون (McKinnon)، وشاو (Shaw)، ودياز أليخندرو (Diaz-Alejandro)، ومور(Moore)، وهيكس (Hicks)، الذين اعتقدوا بأن التاريخ أظهر أن الثورة الصناعية في إنجلترا في القرن الثامن عشر لم تنشأ عن الاختراعات التكنولوجية الجديدة فقط، بل أن الأنظمة المالية كانت الأساس وراء الثروة الصناعية البريطانية، وبين كل من مكينون (McKinnon) وشاو (Shaw) سنة 1973 وهو ما عرف بفرضية (Mckinon-shaw) أهمية التحرير المالي من القيود، وذلك لتعزيز الادخار، وبالتالي الاستثمار، ومنه تحقيق النمو الاقتصادي (Darrat, 1999).

ثانيا: فرضية قيادة الطلب (Demand-Following Hypothesis)

تقوم هذه النظرية على أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى التطور المالي، حيث أن التطور المالي هو استجابة للنمو الاقتصادي، وذلك من خلال أن أي توسع أو نمو للقطاع الحقيقي نتيجة للتكنولوجيا، أو تقدم كفاءة العمل، سوف يولد زيادة وطلب جديد على الخدمات المالية، وهذا بدوره يزيد من عمل المؤسسات المالية، ويؤدي إلى إنشاء مؤسسات مالية جديدة، حيث أن نمو الاستثمارات في القطاعات الاقتصادية المختلفة وتوسعها، يفضي إلى زيادة طلب المستثمرين على الخدمات المالية المقدمة من القطاع المالي، والذي يؤدي في النهاية لتوسع ونمو القطاع المالي، وهناك مجموعة من الاقتصاديين الذين أيدوا ذلك أمثال: غولد سميث (Goldsmith)، وجيرلي (Gurley)، وجونغ (Jung) (Caldero'n and liu,2003)، كما أن نمو الدخل

والادخار المتولد نتيجة نمو القطاع الحقيقي يحدد التطور في القطاع المالي والمصرفي وذلك لعدة أسباب منها:

1 -أن البلدان ذات الدخل الفردي المرتفع تميل إلى أن يكون لديها منشآت كبيرة، ولأن صافي الأصول المرتفع لدى المنشآت الكبيرة يخفض تكاليف المتابعة من خلال توفير الرهون، وجعل حوافز المالكين موازية لدرجة أكبر لحوافز المقرضين، فإن ذلك يخفض تكاليف الوساطة، وبالتالي يعزز الوساطة المالية.

2 -يسمح تواجد أعداد كبيرة من المنشآت الكبرى تتمتع بمستوى مرتفع من صافي الأصول، بظهور أسواق سميكة للأوراق المالية (سندات وأسهم)، من شأنها توفير السيولة للمدخرين بما يساعد في تنمية هذه الأسواق، من خلال تخفيض تكاليف إصدار الأوراق المالية.

3 -ارتفاع دخل الفرد يؤدي إلى توفر قدر أكبر من السلع العامة، التي تسهل الوساطة المالية مثل: أنظمة كفؤة متعلقة بحقوق الملكية، والمعايير المحاسبية، والجهاز القضائي.

ويعني هذا أنه يتم تسيير التطور المالي على نحو تعاقبي، فعند المستويات المتدنية للدخل يهيمن التمويل الذاتي أو التمويل غير المنظم المتصل بالعلاقات الاجتماعية، حيث أنه خارج تلك العلاقات، ستكون علاوة التمويل الخارجي كبيرة. ومع ارتفاع الدخل يرتفع صافي أصول المنشآت، الأمر الذي يؤدي إلى توفر أكبر للسلع العامة المطلوبة لتخفيض علاوة التمويل الخارجي، مما يرفع حصة الوساطة الكلية التي يقوم بها النظام المالي الرسمي، ولكن بينما يكون عدد المنشآت الكبرى قليل والمرهونات محدودة، فإن المصارف التجارية تصبح الوسيط المهيمن لأن وظائف التقييم والمتابعة التي تقع في اختصاصات المصارف تبقى هامة. وتصبح معاملات الأوراق المالية التي تجريها الكيانات المنفذة بمتابعة قليلة أو بدونها (كأسواق السندات والأسهم)، ممكنة فقط عندما يكون صافي الأصول مرتفعا (مونتيل، 2003).

ثالثا: فرضية المرحلة (Stage Hypothesis)

تقوم هذه الفرضية على وجود علاقة مرحلية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، واقترح هذه الفرضية باتريك (Patrick) سنة 1966، حيث أشار إلى أن تأسيس نظام مالي فعال يعمل على جمع المدخرات، وتنويع الفرص، وإدارة السيولة، وتقسيم المشروعات، والمراقبة من شأنه أن يحسن من كفاءة مخصصات رأس المال، ويزيد من الطاقة الإنتاجية للقطاع الحقيقي في المراحل الأولى، ثم تزداد كفاءته مع زيادة حجم النمو الاقتصادي، حيث يؤدي النمو الاقتصادي إلى زيادة الطلب على الخدمات المالية، وبالتالي وفقا لهذه النظرية تتحقق فرضية قيادة العرض في المراحل الأولى للاقتصاد، وتنتهي بتحقق فرضية قيادة الطلب في المراحل التالية (Caldero'n and liu, 2003).

رابعا: عدم وجود أي علاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي

هناك مجموعة من الاقتصاديين الذين يرون بأنه لا توجد هناك علاقة بين النمو الاقتصادي والتعميق المالي، أمثال: ستيرن (Stern) سنة 1989 الذي تجاهل بالكامل دور التعميق المالي عند مسحه لأهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في النمو الاقتصادي، حيث أدرج في قائمته مجموعة من المتغيرات، ولم يذكر من بينها متغير التعميق المالي. وكذلك في كتاب (Meir and Seers') سنة 1984 الذي تم فيه تجاهل دور التعميق المالي في النمو الاقتصادي كليا، حيث أن هذا الكتاب هو عبارة عن مجموعة من المقالات من قبل رواد اقتصاديات النمو. كذلك روبرت لوكاس (Robert Lucas) الحائز على جائزة نوبل الأحدث في الاقتصاد، في دراسة له وصف فيها ديناميكية النمو الاقتصادي سنة 1988، جادل فيها الاقتصاديين الذين بالغوا في إعطاء الأهمية لدور الأسواق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي، حيث صرح بأن هذه الأسواق تؤدي دور بسيط جدا ومحدود في عملية النمو الاقتصادي (Darrat, 1999).

4-1-2 قنوات تأثير السوق المالي على النمو الاقتصادي

لم يصل الأدب الاقتصادي إلى اتفاق تام حول دور تطور السوق المالي في تحقيق النمو الاقتصادي. ويعتبر الناقدون السوق المالي نادي للقمار ليس له تأثير إيجابي، بل قد يكون له تأثير سلبي على النمو الاقتصادي، ويستندون في ذلك إلى مجموعة من المبررات نذكر منها:

1 -أنه في الدول النامية وكذلك في العديد من الدول المتقدمة، تمول حصة محدودة فقط من استثمارات الشركات من خلال إصدار الأسهم، بينما يمول الشطر الأعظم من تلك الاستثمارات من مصادر ذاتية كالأرباح المحتجزة، أو من مصادر خارجية كالقروض المصرفية (أندراوس، 2005).

2 -تسهم أسواق الأوراق المالية في تحقيق التقلبات الاقتصادية، إذ أن تزايد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، قد يؤدي إلى تغيرات سعرية مفرطة، وعدم الاستقرار على مستوى الاقتصاد الكلي، ويؤدي أيضا إلى تقلبات في أسعار الصرف، ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى آثار سلبية على النمو الاقتصادي (Singh, 1997).

وثمة رؤيا أخرى تشير إلى أن السوق المالي يمكن أن يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي وذلك من خلال قنوات عدة أهمها:

أولا: السيولة

إن العديد من الاستثمارات المربحة تحتاج إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن غالبا ما يحجم المستثمرين على التخلي عن السيطرة عن مدخراتهم لفترات طويلة. لهذا تجعل الأسواق المالية ذات السيولة العالية الاستثمار أقل خطرا وأكثر جاذبية، لأنها تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية، مع إمكانية بيعها بسهولة ويسر، إذا احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم، أو رغبوا في تغيير محافظهم للأوراق المالية. وفي الوقت نفسه تتمتع الشركات بإمكانية دائمة للحصول على رأس المال من خلال إصدار المزيد من الأسهم، وعليه السيولة تسهل الاستثمار على المدى الطويل، وبالتالي تعزز التوقعات لنمو اقتصادي طويل الأجل (Demirguc-Kunt and Levine, 1996).

إلا أن السيولة العالية قد تبطئ النمو الاقتصادي، حيث أشار (Demirguc-Kunt and Levine, 1996) إلى ثلاثة أسباب من شأنها دحض عملية النمو، وهي:

1- أن السيولة العالية قد تقلل من نسبة الادخار من الدخل، والإستعاضة عنها بتسييل المدخرات في السوق المالي.

2- أن أسواق الأسهم ذات السيولة العالية قد تقلل من نسبة الاستثمار، بسبب تأثير حالة عدم التأكد على الاستثمار.

3- أن الأسواق المالية التي تتمتع بسيولة مفرطة تشجع قصر النظر لدى المستثمرين، ذلك أنها تجعل من السهل على المستثمرين غير الراضين بيع أسهمهم بسرعة، وبالتالي فهي قد تضعف التزامهم، وتقلل الحوافز التي تجعلهم يمارسون الرقابة على الشركات المساهمين فيها، من خلال الإشراف على مديريها ورصد أدائها، الأمر الذي قد يؤثر عكسيا على أداء تلك الشركات، ومن ثم التأثير سلبا على النمو الاقتصادي، ويتم قياس السيولة في السوق المالي من خلال مؤشري معدل الدوران ونسبة حجم التداول.

ثانيا: تعبئة المدخرات

تتضح أهمية السوق المالي في العمل كونه حلقة وصل ما بين الادخار والاستثمار، فالسوق المالي يمثل القناة التي يتم من خلالها التمويل من الوحدات التي تحقق فائضا إلى الوحدات التي تعاني عجزا، إذ يعمل على جذب فائض رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، ويحوله من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال طرح الأسهم والسندات وتشجيع الأفراد والشركات على الاستثمار فيها، وهي بذلك تعد وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات والأفراد المتمثلة في: عدم مقدرة البنوك التجارية على التوسع في الإئتمان متوسط الأجل بالمستوى المطلوب، لأسباب كثيرة لعل من أبرزها مخاطر التضخم، ومخاوف التغيير في هامش سعر الفائدة .....الخ (الزيدانيين، 1999).

ثالثا: زيادة معدل نمو الاستثمار

يشجع السوق المالي على تنمية الادخار الاستثماري بشكل عام، وخاصة بالنسبة لصغار المستثمرين الذين لا يستطيعون في العادة القيام بمشاريع استثمارية مستقلة بأموالهم، بسبب صغر حجم هذه المدخرات فضلا عن عدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، وذلك يساهم في زيادة تكوين رؤوس الأموال للشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل نمو الاستثمار، ومنه زيادة معدل النمو الاقتصادي، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء في الأسهم أو السندات)، وذلك وفقا لاتجاهات الأسعار (حسين، 2008).

كما تجدر الإشارة إلى الدور الذي يؤديه السوق المالي في كل من الإنفاق الاستهلاكي والإنفاق الاستثماري، من خلال ما يسمى بأثر الثروة الناجم في حالة ارتفاع القيم السوقية للأوراق المالية مقارنة بقيمتها الاسمية، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع ثروة المستثمرين، حيث يتم إنفاق جزء منها على الاستهلاك، وجزء على الاستثمار، مما يؤدي مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، إلى زيادة الطلب الكلي، ومن ثم الدخل (أندراوس، 2005).

رابعا: مخزن للثروة

يظهر دور السوق المالي بتوفير أشكال أخرى للاحتفاظ بالثروة متمثلة بجميع الأوراق المالية المتعامل بها في تلك الأسواق (الأسهم بأنواعها والسندات المختلفة)، على الرغم من أن النقود تتمتع بصفة السيولة التامة لكنها لا تعد أفضل مستودع للقيمة أو أفضل شكل من أشكال الاحتفاظ بالثروة، كما يعمل السوق المالي بدور مخزن أو مستودع للقيمة أو الثروة، طالما أن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس معايير عدة منها (الربح والأمان)، لضمان زيادة الثروة، فالأوراق المالية تدر على صاحبها عائدا أو دخلا نقديا يساوي قيمة الثروة (W) مضروبا في نسبة العائد عليها (r) إذ أن : $Y=W.r$.

وبطبيعة الحال يمكن استخدام الدخل المتولد من الثروة لأغراض الاستهلاك والادخار والضريبة، إذ يشكل الادخار عندئذ مصدر تراكم الثروات المالية أي أن: .Y=C+S+T

فضلا عن ذلك فإن الأوراق المالية التي توفرها تلك الأسواق، تتسم بكونها لا تتعرض للاندثار، وفي الوقت نفسه فإن مخاطرها تعد أقل من مخاطر بعض الأشكال الأخرى للادخار والاحتفاظ بالثروة (الدعمي، 2010).

خامسا: تحقيق الأسعار المناسبة

وهذه الوظيفة الأساسية مرتبطة ارتباطا وثيقا بوظيفة توفير السيولة، حيث لا يجب أن يوفر السوق المالي تسهيل التسويق على حساب الأسعار، وهذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك، فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسبا لاستثماراته. والسوق المالي له دور في ذلك من خلال ما لديه من أجهزة وإمكانات واتصالات السماسرة ببعضهم وبعملائهم، كل هذا يعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد، مما يترتب عليه سعرا عادلا للبائع حتى لا يبيع مضطرا بخسارة، وهذه الوظيفة تحقق الادخار ومنه الاستثمار ومنه النمو الاقتصادي (حنفي وقرياقص، 2000).

سادسا: تحويل المخاطر

تسهم وظيفة تحويل المخاطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات المساهمة، من خلال قيام السوق ببناء محفظة مالية تضم أوراقا مالية متنوعة لقطاعات مختلفة ومنشآت متنوعة، حيث يؤدي التنويع إلى تخفيض علاوة الخطر المطلوبة، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات، وتزيد منافع التنويع في ظل اندماج أسواق الأوراق المالية (علي والعيسى، 2004). كما وأنه من دون تنويع الأوراق المالية كان سيتعرض الأفراد إلى مخاطر السيولة، الأمر الذي يجبرهم على سحب أموالهم من المشاريع طويلة الأجل، مما يؤثر سلبا على الاستثمار، ومنه على النمو الاقتصادي (Nieuwerburgh et al., 2006).

سابعا: الحد من معدلات التضخم

حيث يساعد السوق المالي على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات، وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية، واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك، كما يساعد على تلافي الآثار التصحيحية بتمويل المشروعات دون الإفراط في خلق الإئتمان من قبل البنوك التجارية (الشبلي والشبلي، 2000).

ثامنا: تقييم الشركات والمشروعات

يعتبر السوق المالي أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، من خلال الحكم عليها بالنجاح والفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو ضعف مركزها المالي، وهو ما يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أملا في تحسن مركزها وإنتاجها، الأمر الذي يؤثر إيجابا في الاستثمار، ومنه في النمو الاقتصادي (Nieuwerburgh et al., 2006).

تاسعا: تخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة

يساهم السوق المالي في تزويد المتعاملين بالمعلومات الأساسية الكافية ذات الكلفة الزهيدة للغاية، الأمر الذي يوفر للمدخر والمستثمر الحماية الكافية ضد مخاطر تقلب الأسعار، وفي الوقت نفسه يقلل من أعباء تكاليف المعلومات، والذي يساهم في تشجيع الأفراد للادخار والاستثمار في آن واحد (Levine and Zervos, 1996).

عاشرا: جذب العملة الصعبة

تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية وذلك باتباع طرق شتى أهمها: إزالة القيود على الاستثمار الأجنبي في السوق المالي، وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات، ويدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة، ومركزها المالي المقبول. ومنه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها (النجار، 1999).

حادي عشر: معالجة المديونية

من خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، تساهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين. كما تساهم سوق الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين؛ فحوى هذه التقنية هو تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج. إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول (صقر، 2003).

2-1-5 قنوات تأثير الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي

أولا: تعبئة المدخرات

الادخار هو ذاك الجزء من الدخل الذي لا ينفق على الاستهلاك والذي لا يدفع كضريبة على الدخل، ويعتبر الادخار المصدر الحقيقي لتكوين رأس المال، والنمو يحتاج إلى الاستثمار الذي يجب أن يمول بالادخار، وبثبات معامل رأس المال الإنتاجي، فإن السرعة التي يستطيع أن ينمو الاقتصاد بها تعتمد على نسبة الادخار من الدخل القومي.

الادخار النقدي يتوقف على عدة عوامل تقليدية: مستوى الدخل الفردي، الميل المتوسط للاستهلاك، الميل للإكتناز بالإضافة إلى العوامل الإجتماعية والسيكولوجية، يستطيع الجهاز المصرفي أن يؤثر في هذه العوامل من خلال وسائله التنظيمية، فهو يخاطب أصحاب الدخول الصغيرة عن طريق فتح حسابات تجمع بين الطبيعة الجارية، والطبيعة الادخارية، كما أنه يستطيع أن يقلل من الميل للاستهلاك، عن طريق تقديم سندات ذات سيولة مرتفعة تحقق عائدا مجزيا يجعل الأفراد يقبلون التضحية بالاستهلاك الحالي، في مقابل استهلاك أفضل في المستقبل.

أما بالنسبة للإكتناز، الذي يلجأ إليه الأفراد خشية انخفاض قيمة النقود، والذي يأخذ شكلين أساسيين: شراء الذهب وشراء الأراضي، فإن أي سياسة نقدية متوازية من قبل الجهاز المصرفي، وخطة من الخزانة العامة لتثبيت قيمة العملة، كفيلة بتحويل المبالغ المكتنزة إلى ادخارات تساهم في زيادة عرض رأس المال. كما أنه يستطيع

الجهاز المصرفي عن طريق تنمية السوق النقدية والمالية، وزيادة المعروض من جانبه من الأوراق التجارية والمالية، أن يشجع الأفراد والمشروعات على التعامل مع هذه الأسواق وتقديم ادخاراتها، كما يمكنه أيضا بهذه الوسيلة أن يمنع تسرب رؤوس الأموال إلى الخارج، إذا وجد في الداخل العائد المجزي، والثقة في المؤسسات المصرفية التي يتعامل معها (شيحة وعوض الله، 1992)، وإذا تمكن الجهاز المصرفي من تعبئة المدخرات، نكون أمام القضاء على مشكلة التمويل، وبالتالي تحقيق معدلات استثمار مرتفعة، ومنه تحقيق النمو الاقتصادي.

تعتبر البنوك التجارية الوعاء الادخاري الأكثر شيوعا في الجهاز المصرفي مقارنة بباقي البنوك، وهذا يرجع إلى وظيفتها الأساسية المتمثلة في قبول جميع الودائع بشتى أنواعها، حيث تعتبر ودائع التوفير والودائع لأجل ودائع ادخارية، نظرا لقلة السحب عليها، وبالتالي قلة سرعة تداولها، في حين لا تعتبر الودائع الجارية ودائع ادخارية، بل ودائع يستخدمها الأفراد لإتمام مبادلاتهم اليومية، كما تساهم كذلك في تكوين المدخرات من خلال وظيفتها المتمثلة في خلق الإئتمان، حيث يتجه جزء من الإئتمان الممنوح نحو الادخار على شكل ودائع لدى المصارف الأخرى (الزبيدي، 2000).

وتقاس قدرة البنوك على جذب المدخرات في أي اقتصاد، بنسبة الودائع لأجل وودائع التوفير إلى إجمالي الودائع، وهذا لطبيعتهما الادخارية مقارنة بالودائع الجارية، مع التأكيد أن المتوقع في كل الاقتصاديات، أن تزداد الودائع لأجل لدى البنوك عند كل زيادة في الدخل المتحقق في الاقتصاد، نظرا لتماثل طبيعة هذه الودائع مع سلع الرفاهية داخل الاقتصاد، والتي يزداد الطلب عليها مع تزايد مستويات الدخول. كما أن البنوك اتجهت إلى تعظيم حصتها من هذه الودائع رغم تحملها لأسعار فائدة مرتفعة مقارنة بالودائع الجارية، وهذا بسبب ما تقدمه هذه الودائع من مصادر تمويل مستمرة، وثابتة، ومستقرة، ولفترة زمنية معروفة لإدارة المصارف (الزبيدي، 2000).

ثانيا: عرض النقد

إن التغير في عرض النقد يؤثر في إحداث الدورات الاقتصادية، والتأثير مباشرة على كفاءة الاقتصاد الوطني، ومن ثم على رفاهية الأفراد، فزيادة عرض النقد بما يتطلبه الاقتصاد، تعمل على خلق قوة شرائية جديدة لدى الأفراد، تولد طلبا جديدا من طرفهم على السلع والخدمات الاستهلاكية، وبالتالي من المتوقع أن يحاول منتجو السلع والخدمات الاستهلاكية زيادة إنتاجهم منها، لامتصاص هذه الزيادة الجديدة في طلب الأفراد، ولن يتحقق للمنتجين ذلك إلا إذا زاد طلبهم على السلع والخدمات الإنتاجية فيزيد الإنتاج، ومنه يزيد الدخل القومي. وفي هذا السياق فإن نظرية الثروة (The Wealth View) (Shaw,1973) تعد من أهم النظريات التي تركز على دور عرض النقد في التنمية الاقتصادية، وترى أنه يمثل عنصرا هاما من عناصر الإنتاج إلى جانب عنصري العمل ورأس المال، وذلك حسب المعادلة التالية:

$$Y=F\left(K, L, \frac{M}{P}\right)$$

كما أن زيادة عرض النقد تؤدي إلى انتعاش في الأسواق المالية، بسبب توقعات الوحدات الاقتصادية المختلفة لمستقبل أفضل، نظرا لانخفاض معدل الفائدة، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار، ومن ثم زيادة الطلب الكلي، فالناتج الإجمالي والدخل من خلال عملية مضاعف الإنفاق الاستثماري، مما يترتب عليه لاحقا انخفاض معدلات البطالة (حشيش، 1992). والجهاز المصرفي له دور بارز في عرض النقود بشتى أنواعه، وذلك من خلال عرض النقد بالمفهوم الواسع M_2، حيث يعرف مفهوم النقود بالمعنى الضيق M_1 بأنه مجموع النقود القانونية والودائع تحت الطلب، أما عرض النقد بمفهومه الواسع فيعرف بأنه يشمل عرض النقد بالمفهوم الضيق مضافا إليه شبه النقود (ودائع التوفير ولأجل). حيث يعتبر مؤشر عرض النقد أحد أهم مؤشرات السيولة المحلية، وكمؤشر لحجم الوساطة المالية (Calderon's and Liu, 2003)، وهو مؤشر من مؤشرات التعميق المالي، بحيث كلما كان أعلى كلما عكس توفر حجم نسبي أكبر للسيولة، وعمقا ماليا أكبر، وبالتالي تطور أكبر للجهاز المصرفي وتأثير أكبر على النمو الاقتصادي.

ثالثا: تمويل الاستثمار

يؤدي الجهاز المصرفي دورا بارزا في عملية التمويل، حيث تستخدم البنوك المدخرات المتجمعة لديها في عمليات التمويل بما يعود بالنفع على المجتمع، فتقوم بتمويل الاستثمارات إما على شكل قروض قصيرة الأجل لتمويل رأس المال العامل كما تقوم به البنوك التجارية والبنوك الشاملة، أو قروض طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات الثابتة كالمعدات والآلات وغيرها من الموجودات الثابتة، وهذا النوع تمنحه البنوك المتخصصة والبنوك الشاملة، أو عن طريق المشاركة في الاستثمارات، كما تعمل البنوك الإسلامية التي تقوم بتمويل المشروعات بطرق مختلفة كالمشاركة في رؤوس أموال المشروعات، والمضاربة، وعمليات المرابحة، والتأجير المنتهي بالتمليك وغيرها. وتساعد كل هذه العمليات الاستثمارية في زيادة عدد المشروعات في البلد وتعمل على توسيع القائمة منها، ووفقا لنظرية المضاعف فإن التغيرات في الاستثمار لها آثار مضاعفة على الدخل، باعتبار أن الاستثمار هو أحد المكونات الأساسية للطلب الكلي، فالتغير في الاستثمار يؤدي إلى تغير أكبر في الدخل (علي والعيسى، 2004)، وأهم قناة لتمويل الاستثمار من قبل الجهاز المصرفي هي الإئتمان، حيث أصبح يقوم في الوقت الحاضر بوظائف عديدة هامة، ولن نبالغ إذا قلنا أنه لم يعد ممكنا أن تستقيم أحوال الحياة الاقتصادية من دونه، حيث يؤدي دور مهم في زيادة كفاءة عملية تخصيص الموارد الإنتاجية في المجتمع، حيث يساعد الإئتمان في زيادة رقعة السوق، عن طريق مساعدته للمشروعات في الحصول على ما تحتاجه من أموال قد لا تساعدها قوتها الشرائية العاجلة على توفيرها، وبالتالي لا تتوقف عجلة إنتاجها أو تتباطأ، فضلا عن أن هذه المشاريع لا تستنفذ ما لديها من سيولة هي أولى بتخصيصها في زيادة إنتاجها، ويتم تحديد دور الإئتمان من خلال:

1- الإئتمان والإنتاج:

في مجال الإنتاج نجد أن السمة الأساسية للإنتاج الحديث هي التركز والتركيز لمحاولة الإستفادة من مزايا الإنتاج الكبير، ويتضمن تركز رؤوس الأموال إزدياد حجم كل المشروعات نتيجة زيادة الاستثمارات الجديدة، بينما يقتصر التركيز على ازدياد في حجم بعض المشروعات على حساب غيرها، وفي كلتا الحالتين يساعد الإئتمان على

حصول المشروعات على القروض، فإذا عرفنا أن المشروعات الكبيرة أقدر في الحصول على القروض من المشروعات الصغيرة، لرأينا كيف يساهم الإئتمان في تركيز الأموال الإنتاجية لدى عدد قليل من المشروعات تتمتع بمزايا الإنتاج الكبير.

كما تقوم البنوك بالمشاركة في تقديم التمويل اللازم للمشاريع الضخمة عن طريق المشاركة في منح قروض مجمعة، التي تحتاجها الشركات الصناعية، وشركات النقل، والشركات السياحية والعقارية، حيث تحتاج هذه المنشآت إلى أموال ضخمة لا يستطيع بنك واحد أن يقدمها، خاصة وأن قوانين البنك المركزي لا تسمح بذلك (جبر، 2002). ونظرا للدور المهم الذي يؤديه الإئتمان المحلي في رفع مستوى الإنتاج، فقد تم اعتباره كعامل إنتاج في دالة من نوع كوب دوغلاس كممثل لعرض النقد (ملاوي، 1989).

2-الإئتمان والاستهلاك:

أما تأثير الإئتمان على الاستهلاك، فيكون من خلال أنه يساعد المستهلكين على إعادة رسم خطط إنفاقهم الاستهلاكي خلال الزمن، بالطريقة التي تحقق لهم أقصى إشباع كلي ممكن، خصوصا إذا أحسن الفرد استغلال التسهيلات التي يحصل عليها.

3-الإئتمان ومستوى الدخل:

يؤدي الإئتمان دورا هاما في تحديد مستوى الدخل القومي النقدي حيث من المتوقع أن ينخفض مستوى الدخل إذا كان معدل خلق الإئتمان ضئيلا، ويرتفع إذا كان كبيرا، فإذا افترضنا أن التدفق السنوي للدخل القومي النقدي هو قيمة معينة في اقتصاد ما وكانت كل وحدة من وحدات الاقتصاد (القطاع العائلي، والقطاع الحكومي ....) هي وحدة متعادلة، فسوف تعود كل المتحصلات النقدية إلى السوق مرة أخرى في صورة إنفاق على الناتج، ولكن الواقع غير ذلك حيث أن بعض الوحدات ستكون وحدات لديها فائض والأخرى لديها عجز، في هذه الحالة لا بد من ظهور انخفاض في الناتج، إذا لم تجد الفوائض طريقها إلى الوحدات ذات العجز لإنفاقها على الاستهلاك والاستثمار، ولا يتم ذلك إلا من خلال خلق الإئتمان (حشيش، 1992).

كما أنه يمكن للإئتمان أن يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي، وذلك إذا لم يتسق التوسع في الإئتمان مع توسع مماثل له في حجم النشاط الاقتصادي، حيث أن ذلك يؤدي إلى ضغوط تضخمية تنعكس بآثار سلبية على معدلات النمو الاقتصادي (علي

والعيسى، 2004)، في حين تحصل نتائج معاكسة فيما لو انكمش الإئتمان المصرفي وبشكل لا يتناسق والنشاط الاقتصادي.

رابعا: السيولة

سيولة الجهاز المصرفي هي قدرة الجهاز المصرفي على تلبية طلبات الإئتمان في أي وقت من ناحية، والإيفاء برغبة المودعين عند السحب من ناحية أخرى (الراوي، 2001)، وأمام الالتزام بهذا المبدأ أصبحت السيولة هي إحدى أهم سمات التشغيل في النظام المصرفي بشكل عام، والمصارف التجارية منه بشكل خاص، حيث أصبح من الضروري على كل البنوك الإحتفاظ بموجودات تتسم بدرجة عالية من السيولة سواء كانت على شكل نقد جاهز أو موجودات شبه سائلة قابلة للتحويل إلى نقد جاهز (الزبيدي، 2000)، حيث تنقسم السيولة إلى:

1 - السيولة الحاضرة:

هي النقدية الجاهزة والنقدية بالعملة الوطنية والأجنبية الموجودة في خزائن البنوك، بالإضافة إلى الاحتياطي الإجباري، والاحتياطي الإختياري، والذهب.

2 - السيولة شبه النقدية:

هي الأصول التي يمكن بيعها أو رهنها ومنها أذونات الخزينة، كمبيالات مخصومة، أوراق مالية كالأسهم والسندات، وهي أصول تسمى بالأصول الاستثمارية لخدمة السيولة، الشيكات والحوالات والعمولات الأجنبية قيد التحصيل، حيث تتصف هذه الأصول بقصر آجال استحقاقها، وإمكانية التصريف السريع لها سواء بالبيع أو الرهن، ومن الجدير بالذكر أن هذه الأصول كلما كانت حكومية كلما كانت أكثر سيولة (الزيدانين، 1999).

إن توفر السيولة يؤدي إلى تلبية طلبات الإئتمان، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد المشاريع الاستثمارية، وتوسيع القائمة منها، وبالتالي زيادة فرص التشغيل ورفع الإنتاجية، وتحقيق النمو الاقتصادي على المستوى الكلي، وازدياد الثقة في الجهاز المصرفي على المستوى الجزئي.

خامسا: تنويع المخاطر

تعمل البنوك على توظيف أموالها في استثمارات تحقق أرباحا مناسبة للمساهمين تتناسب مع درجة المخاطرة، لهذا تقوم بمجموعة من الاستثمارات المتنوعة، بحيث تتوزع المخاطر مما يؤدي إلى تخفيض درجة المخاطرة، ففي حالة تعرض إحدى المشاريع إلى خسارة يتم تعويض ذلك من المشاريع الأخرى التي حققت أرباح (جبر، 2002).

سادسا: توفير المعلومات وتخفيض كلف الصفقات

تقوم البنوك بتوفير جميع المعلومات سواء فيما يخص الدائنين أوالمدينين، كما تقوم بفحص جدوى المشاريع من خلال جمع المعلومات الخاصة بالمشروع، وتوفر على المقرض والمقترض تكلفة البحث.

سابعا: جذب العملة الصعبة وإدارة سعر الصرف

يقوم الجهاز المصرفي بجذب العملة الصعبة، وذلك من خلال تشجيع التجارة الخارجية عن طريق تقديم التمويل غير المباشر بفتح الاعتمادات المستندية اللازمة لعمليات الإستيراد والتصدير، فتعمل على تسديد أثمان المستوردات بتوفير العملات الأجنبية اللازمة لذلك، وقبض أثمان الصادرات التي تمثل حصيلة من العملات الأجنبية اللازمة لعمليات التنمية والنمو الاقتصادي (جبر، 2002)، كما يقوم الجهاز المصرفي بإدارة احتياطات الدولة من العملات الأجنبية والإحتفاظ بها، ويقصد بها قيام البنك المركزي بالإحتفاظ باحتياطات الدولة من العملات الأجنبية وتوفيرها لأغراض تحقيق التوازن الخارجي، وتوفير فرص وإمكانات الاقتراض من الخارج بأفضل الشروط، وذلك في حالة عجز الموارد الخارجية عن الوفاء بالالتزامات، هذا ما يساهم في استقرار العملة الوطنية، ويزيد من قوتها الأمر الذي ينعكس إيجابا على النمو الاقتصادي (الشراح، 1989).

ثامنا: الحد من معدلات التضخم

يقوم البنك المركزي بالرقابة على البنوك من خلال أدوات السياسة النقدية للتحكم في حجم الإئتمان الممنوح من قبلها، هذا لتجنب التضخم الذي يضر بمعدلات النمو، وذلك لأن ارتفاع الأسعار والخوف من المستقبل يعترضان الرغبة في الادخار

ويشجعان الميل للإستهلاك، لهذا يقال أن التضخم يمنع الادخار النقدي، ويشجع الادخار العيني أي الإحتفاظ بالسلع والنقود، وبالتالي هذا يؤدي إلى انخفاض الاستثمار، ومنه انخفاض معدلات النمو الاقتصادي (حشيش، 1992).

2-2 الدراسات السابقة

انطلاقا من أهمية تحقيق النمو الاقتصادي في الدول، احتل هذا الموضوع الصدارة في البحوث الاقتصادية، حيث اهتم الباحثون في دراساتهم بتحديد مصادر النمو الاقتصادي، وبما أن التمويل يعتبر من أهم مصادر تحقيق النمو في الاقتصاد، كما يعتبر مشكلة تواجهها أغلب الاقتصاديات، اهتم الباحثون بهذا المجال، وتعددت الدراسات التي درست العلاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي، وذلك بالتعرض لأهم مؤسسات وأجهزة القطاع المالي التي من أبرزها السوق المالي والجهاز المصرفي وتحديد أثرهما على النمو الاقتصادي، ويتضمن هذا الجزء من الدراسة مراجعة للدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع، حيث أضيف في نهاية عرض هذه الدراسات جزءا فرعيا يتضمن استنتاجات تم استخلاصها من قبل الباحثة، موضحة فيها نواحي مساهمة دراستها بالمقارنة مع الدراسات السابقة.

2-2-1 الدراسات حول الدول العربية والأجنبية

دراسة (Levine and Zervos, 1996) بعنوان:

Stock Market Development and Long-Run Growth.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين النمو الاقتصادي وتطور السوق المالي في 41 دولة خلال الفترة (1976-1993)، باستخدام طريقة (Two Stage Least Squares) (2SLS)، حيث تم قياس النمو الاقتصادي من خلال معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، أما تطور السوق المالي فتم قياسه من خلال نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الدوران، ومن خلال كذلك مؤشر تنويع الخطر المعبر عنه بدرجة الإندماج الدولي، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات التحكمية المتمثلة في:

الرصيد المبدئي لكل من رأس المال المادي ورأس المال البشري، ومعدل التسجيل في المدارس الثانوية، والتضخم، ونسبة الاستهلاك الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، وعلاوة سعر الصرف الأجنبي في السوق السوداء، ونسبة عرض النقد إلى الناتج المحلي الإجمالي.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين السوق المالي والنمو الاقتصادي، حيث أن مؤشرات تطور السوق المالي تؤثر إيجابا في النمو الاقتصادي.

دراسة درات (Darrat, 1999) بعنوان:

Are Financial Deepening and Economic Growth Causally Related?

ركزت هذه الدراسة على إيجاد العلاقة السببية بين تطور القطاع البنكي والنمو الاقتصادي في كل من السعودية، والإمارات العربية المتحدة، وتركيا خلال الفترة: (1980-1995)، وذلك من خلال اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ (Causality Test based on Error Correction Model)، حيث تم قياس النمو الاقتصادي بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، أما تطور القطاع البنكي فتم قياسه من خلال: نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد بالمفهوم الضيق، ونسبة عرض النقد بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي.

توصلت الدراسة إلى تحقق فرضية قيادة العرض في تركيا في المدى القصير، وفي المدى الطويل في حالة قياس التعميق المالي بنسبة عرض النقد بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي، في حين وجود علاقة ثنائية الاتجاه في السعودية في المدى الطويل، أما في الإمارات العربية المتحدة فتتحقق فرضية قيادة الطلب في المدى الطويل في حالة قياس التعميق المالي من خلال نسبة النقد المتداول إلى عرض النقد بالمعنى الضيق، أما في المدى القصير فتتحقق فرضية قيادة العرض في حالة قياس التعميق المالي من خلال نسبة عرض النقد بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي.

دراسة (Koivu, 2002) بعنوان:

Do Efficient Banking Sectors Accelerate Economic Growth in Transition Countries?

اهتمت هذه الدراسة بالبحث عن تأثير القطاع البنكي في النمو الاقتصادي في 25 دولة تمر بحالة انتقالية خلال الفترة (1993-2000)، باستخدام نموذج Fixed-Effects Panel Model، حيث تم قياس النمو الاقتصادي بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وتم قياس تطور القطاع البنكي من خلال الهامش بين سعر الفائدة على الإيداع وسعر الفائدة على الإقراض، ونسبة الإئتمان المصرفي للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى المتغيرات التحكمية التي تؤثر في النمو الاقتصادي كالتضخم، ومؤشر الإنفتاح التجاري.

توصلت الدراسة إلى أن هامش سعر الفائدة يرتبط سلبا بالنمو الاقتصادي، في حين أن ارتفاع في نسبة الإئتمان المصرفي للقطاع الخاص لا تؤدي إلى تعجيل النمو، وأشار الباحث أن هذه النتيجة تنطبق على الدول التي تعيش حالة إنتقالية، بحيث تميزت بأزمات مصرفية هزت قطاعاتها المالية خلال العقد الأول من الإنتقال، كما تميز قطاعها البنكي بالقيود السهلة لمنح القروض الأمر الذي أدى إلى هذه النتيجة.

دراسة (Caldero´n and Liu, 2003) بعنوان:

The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ل: 109 دولة نامية ومتقدمة خلال الفترة: (1960-1994)، باستخدام اختبار Geweke Decomposition Test، حيث تم قياس النمو الاقتصادي بمعدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، أما التطور المالي فتم قياسه من خلال متغيرين هما: نسبة العرض النقدي بالمعنى الواسع M_2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الإئتمان المصرفي للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى متغيرات أخرى مؤثرة في النمو الاقتصادي وهي: رأس المال البشري، سعر صرف السوق الموازي، ونسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومستوى الدخل الأولي.

بين اختبار السببية وجود اتجاه ثنائي السببية بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي، كما بينت الدراسة من خلال اختبار المساهمة النسبية التابع لاختبار

(Geweke Decomposition Test) أن فرضية قيادة العرض تساهم في هذه العلاقة السببية الثنائية بشكل أكبر من فرضية قيادة الطلب في الدول النامية منه في الدول الصناعية، وبينت أن تأثير التعميق المالي في النمو الاقتصادي يكون من خلال التراكم الرأسمالي ونمو معدل الإنتاج.

دراسة (ضو، 2003) بعنوان: أداء السوق المالي وقطاع البنوك والنمو الاقتصادي في البلاد العربية:

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أداء مؤشرات أسواق المال، ومؤشرات الجهاز المصرفي، واختبار علاقة الإرتباط بين هذه المؤشرات، ومعدل النمو، في 12 دولة عربية خلال الفترة (1988-1997)، وبغرض المقارنة فقد تم دراسة 17 دولة من دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares) (OLS). حيث تم استخدام معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمؤشر لرصد النمو الاقتصادي الكلي، وتم قياس أداء السوق المالي من خلال نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الدوران، أما أداء البنوك فتم قياسه من خلال نسبة العرض النقدي بالمعنى الواسع M_2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر الإئتمان المصرفي للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، وأضاف إلى النموذج المتغيرات التحكمية التالية: الادخار، الاستهلاك العام للحكومة، التضخم، القوى العاملة كنسبة مئوية من عدد السكان، والتسجيل في مرحلة التعليم الثانوي.

توصلت الدراسة إلى أن علاقة الإرتباط بين مؤشرات الأسواق المالية ومعدل النمو قوية موجبة، في المقابل علاقة مؤشرات البنوك بمعدل النمو ضعيفة، وأشار الباحث إلى أنه بالرغم من أن الأسواق المالية وقطاعات البنوك قد تطورت خلال العقد الماضي في الدول العربية، إلا أنها لا تزال صغيرة الحجم و قليلة النشاط نسبيا.

دراسة (Beck and Levine, 2004) بعنوان:

Stock Markets, Banks and Growth.

بحثت هذه الدراسة في أثر كل من السوق المالي والجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي لأربعين دولة للفترة (1976-1998)، وذلك من خلال استخدام طريقة

المربعات الصغرى(Ordinary least squares) (OLS)، حيث تم استخدام معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمقياس للنمو الاقتصادي، بينما تم قياس تطور السوق المالي من خلال معدل الدوران، أما تطور الجهاز المصرفي فقد تم قياسه بنسبة الإئتمان المصرفي للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، كما أضيفت للنموذج مجموعة من المتغيرات التحكمية المتمثلة في: التضخم ونسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومتوسط عدد سنوات التعليم، وقيمة السوق السوداء (Black Market Premium)، ونسبة إجمالي الصادرات والمستوردات إلى الناتج المحلي الإجمالي، ولتقييم العلاقة أكثر بين السوق المالي والجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي تم استخدام طريقة العزوم العامة (Generalized-Method-of Moments) (GMM)، أظهرت الدراسة وجود تأثير إيجابي لكل من تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي، حيث يقدم كل منهما الخدمات المالية للاقتصاد بشكل مستقل ومكمل لبعضهما البعض.

دراسة (Christopoulos and Tsionas, 2004) بعنوان:

Financial Development and Economic Growth.

اختبرت هذه الدراسة العلاقة الموجودة بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي على المدى الطويل، في عشر دول متقدمة خلال الفترة: (1970-2000)، وذلك باستخدام اختبار التكامل المشترك، وطريقة المربعات الصغرى العادية المصححة كليا (Fully Modified Ordinary Least Square)) (FMOLS، حيث تم قياس النمو بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، والتعميق المالي بنسبة إجمالي الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى متغيرات أخرى مؤثرة في النمو وهي: نسبة الاستثمار الثابت إلى الناتج المحلي الإجمالي، والتضخم.

بينت الدراسة أن للتضخم تأثير سلبي على النمو، في حين أن تأثير الاستثمار إيجابي، وأكدت نتائج اختبار التكامل المشترك وجود علاقة قوية على المدى الطويل بين التعميق المالي والنمو الاقتصادي، حيث أن التطور المالي يؤثر إيجابا في النمو، كما كشفت الدراسة عن وجود اتجاه أحادي السببية حيث أن التعميق المالي هو الذي يسبب النمو وليس العكس.

دراسة (Hondroyiannis et al., 2005) بعنوان:

Financial Market and Economic Growth in Greece.

بحثت هذه الدراسة عن العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في اليونان للفترة: (1986-1999)، وذلك من خلال معرفة الأدوار المنفصلة للجهاز المصرفي والسوق المالي وذلك باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) (Vector Error Correction Model)، حيث تضمنت الدراسة القياسية نموذجين: النموذج الأول استخدم فيه ثلاث متغيرات، حيث قاس النمو الاقتصادي بإجمالي الناتج المحلي الحقيقي، وتطور السوق المالي بنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتطور الجهاز المصرفي بنسبة الإئتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، أما النموذج الثاني فقد قاس فيه العلاقة بين القطاع الصناعي والنمو الاقتصادي من خلال ثلاث متغيرات هي: إجمالي الناتج الحقيقي، نسبة القيمة السوقية للقطاع الصناعي إلى الناتج المحلي الإجمالي في السوق المالي، والقروض البنكية الموجهة للقطاع الصناعي إلى الناتج المحلي الإجمالي.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه على المدى الطويل بين النمو الاقتصادي والتطور المالي في كل من النموذجين، وأن كلا من الجهاز المصرفي والسوق المالي يؤثر إيجابا على النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى أن تطور الجهاز المصرفي له أثر أكبر على النمو الاقتصادي من تطور السوق المالي، أما النموذج الثاني فقد أظهرت الدراسة وجود تأثير إيجابي لكل من القيمة السوقية للقطاع الصناعي، والقروض البنكية الموجهة لهذا القطاع على النمو الاقتصادي.

دراسة (Dritsaki and Bargiota, 2005) بعنوان:

The Causal Relationship between Stock, Credit Market and Economic Development.

اختبرت هذه الدراسة العلاقة السببية بين السوق المالي والجهاز المصرفي والتطور الاقتصادي في اليونان خلال الفترة (1988-2002). باستخدام نموذج (Tri-Variate Vector Autoregression)، حيث تم قياس التطور الاقتصادي من خلال الإنتاج الصناعي، أما تطور الجهاز المصرفي فتم قياسه من خلال عرض النقد بالمعنى الواسع M_2، وتطور السوق المالي تم قياسه من خلال القيمة السوقية.

توصلت الدراسة من خلال اختبار التكامل المشترك إلى وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، حيث أن السوق المالي له أثر إيجابي على النمو، في حين أن الجهاز المصرفي له تأثير سلبي على النمو، أما اختبار السببية بين أن هناك اتجاه ثنائي السببية بين تطور الجهاز المصرفي والتطور الاقتصادي، واتجاه أحادي السببية من التطور الاقتصادي إلى تطور السوق المالي، بينما لا توجد علاقة سببية بين تطور الجهاز المصرفي وتطور السوق المالي.

دراسة بن ناصور وغزواني (Ben naceur and ghazouani, 2006) بعنوان:
Stock Markets, Banks and Economic Growth.

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في 11 دولة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للفترة (1979-2003)، حيث استخدم طريقة العزوم العامة (GMM) (Generalized Method of Moments)، بحيث تم قياس النمو الاقتصادي بمعدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، أما تطور السوق المالي فمن خلال نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي لقياس حجم السوق بالنسبة لحجم الاقتصاد، وحجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي لقياس السيولة بالنسبة لحجم الاقتصاد، ومعدل الدوران لقياس كفاءة السوق، كما أنه تم قياس تطور الجهاز المصرفي من خلال نسبة الإئتمان المصرفي للقطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، ومن خلال كذلك نسبة العرض النقدي بالمعنى الواسع M_2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، وأضاف إلى ذلك مجموعة من المتغيرات التحكمية التي تؤثر في النمو الاقتصادي كالتضخم، والاستثمار الأجنبي المباشر، وقيمة السوق السوداء، ودرجة الإنفتاح التجاري، ونسبة الاستهلاك الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، وأسعار البترول والإضطرابات السياسية والأزمة المالية.

أظهرت الدراسة وجود تأثير سلبي لكل من الاستثمار الأجنبي المباشر، وقيمة السوق السوداء، وتأثير إيجابي لأسعار البترول، أما الأزمة المالية والإضطرابات السياسية فليست لها دلالة إحصاءة، كما أنه لم يتم إكتشاف التأثير الإيجابي للإنفتاح التجاري، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين كل من تطور الجهاز

المصرفي والنمو الاقتصادي، وتطور السوق المالي والنمو الاقتصادي، حيث أرجع الباحث ذلك إلى النظم المالية المتخلفة التي تتميز بها المنطقة.

دراسة (Liu and Hsu, 2006) بعنوان:

The Role of Financial Development on Economic Growth.

بحثت هذه الدراسة في العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي لثلاث دول آسيوية هي: التايوان، وكوريا، واليابان خلال الفترة (1981-2001)، باستخدام طريقة العزوم العامة (Generalized Method of Moments) (GMM)، حيث تم قياس النمو الاقتصادي بإجمالي الناتج المحلي الحقيقي، وتم قياس التطور المالي من خلال تطور الجهاز المصرفي المعبر عنه ب: نسبة العرض النقدي بالمعنى الواسع M_2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، الإئتمان المصرفي للقطاع الخاص، ومن خلال تطور السوق المالي الذي تم تمثيله ب: القيمة السوقية، ومعدل الدوران، وعوائد الأسهم بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات التحكمية المتمثلة في: التضخم، النمو الحقيقي للصادرات، نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف، وحركة رأس المال الدولية التي تم قياسها بمؤشرين هما: نسبة تدفق رأس المال إلى الخارج إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة تدفق رأس المال إلى الداخل إلى الناتج المحلي الإجمالي.

توصلت نتائج الاختبار إلى أن معدل نمو الصادرات لم يساهم في النمو في كل من تايوان وكوريا، وأن الاستثمار الكبير سرع النمو في اليابان، بينما كان له التأثير السلبي في كل من تايوان وكوريا، وهذا بسبب عدم تخصيصه بكفاءة، أما تحرير سعر الصرف وتحرير حركة رؤوس الأموال كان له الأثر السلبي في الدول الثلاثة، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لكل من تطور الجهاز المصرفي وتطور السوق المالي في تايوان، وتأثير سلبي لكل منهما في كل من كوريا واليابان على النمو الاقتصادي، وأرجع الباحث ذلك إلى أن تايوان كان تأثرها بالأزمة المالية الآسيوية أقل بالمقارنة مع كوريا واليابان الذي كان تأثرهما أكبر.

دراسة (Liang and Teng, 2006) بعنوان:

Financial Development and Economic Growth.

اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في الصين خلال الفترة (1952-2001)، باستخدام نموذج (Multi-Variate Vector Autoregression)، حيث تم قياس النمو الاقتصادي بنصيب الفرد من الناتج الحقيقي الإجمالي، والتطور المالي من خلال: نسبة الإئتمان المصرفي المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي، كما تم إضافة مجموعة من المتغيرات التحكمية هي: معدل الفائدة الحقيقي، درجة الإنفتاح التجاري، ونصيب الفرد من رأس المال الثابت.

توصلت الدراسة من خلال اختبار متجه التكامل المشترك (Cointegration Vector Test) إلى وجود علاقة في المدى الطويل بين المتغيرات، حيث أن تأثير نسبة الإئتمان المصرفي المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي إيجابي على النمو الاقتصادي في المدى الطويل، وكذلك تأثير كل من معدل الفائدة الحقيقي، درجة الإنفتاح التجاري، ونصيب الفرد من رأس المال الثابت إيجابي في المدى الطويل، كما توصلت الدراسة من خلال اختبار السببية إلى وجود اتجاه أحادي السببية متمثل في أن النمو الاقتصادي هو الذي يسبب التطور المالي وليس العكس.

دراسة (Rousseau and Xiao, 2007) بعنوان:

Banks, Stock Markets and China's Greap leap forward.

بحثت هذه الدراسة في دور العوامل المالية لكل من الجهاز المصرفي والسوق المالي في زيادة النشاط الحقيقي في الصين للفترة (1995-2005)، باستخدام نموذج (Tri-variate Vector Autoregression) الذي يعتمد على اختبار التكامل المشترك وتحليل مكونات التباين واختبار دالة الاستجابة الفورية، بحيث كانت البيانات ربعية، حيث تم قياس تطور الجهاز المصرفي بإجمالي الإئتمان المحلي الذي يشمل على جميع القروض المقدمة للقطاع العام والقطاع الخاص، بينما تم قياس تطور السوق المالي بحجم السوق المتمثل في القيمة السوقية ومؤشر السيولة المتمثل في حجم التداول، أما الأداء الاقتصادي فتم قياسه بإجمالي الناتج المحلي الإجمالي والاستثمار الثابت.

أظهرت نتائج اختبار التكامل المشترك وجود تكامل مشترك واحد بين المتغيرات وهذا عند قياس النمو الاقتصادي من خلال إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، ووجود اتجاهين للتكامل المشترك عند قياس النمو الاقتصادي من خلال الاستثمار الثابت، أما اختبار تحليل مكونات التباين فقد أظهر أن مصدر القفزة النوعية للنمو في الصين راجعة لتطور الجهاز المصرفي، وأخيرا أظهر اختبار دالة الاستجابة الفورية أن الإئتمان المحلي كان له أثر إيجابي على كل من الاستثمار الثابت وإجمالي الناتج المحلي الإجمالي، بينما تأثير تطور السوق المالي فليست له دلالة إحصاءة، وأرجع الباحث ذلك إلى صغر حجم السوق المالي مقارنة بحجم الاقتصاد الصيني الكبير.

دراسة (السحيباني، 2007) بعنوان: سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في السعودية:

اختبرت هذه الدراسة علاقات الإرتباط والسببية بين سوق الأسهم السعودية والنمو الاقتصادي في السعودية، وذلك من خلال استخدام اختبار التكامل المشترك، واختبار جرينجر للسببية للفترة (1985- 2006)، حيث تم استخدام بيانات الناتج المحلي الإجمالي لقياس النمو الاقتصادي، وتم قياس تطور سوق الأسهم من خلال القيمة السوقية وحجم التداول.

توصلت نتائج الاختبارات إلى أن السوق المالي السعودي لا يؤثر في عملية النمو في السعودية خلال فترة الدراسة، في حين بين اختبار السببية وجود اتجاه أحادي السببية من حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي. وكانت أهم التوصيات التي خرجت بها هذه الدراسة هي تحرير الاستثمار الأجنبي في سوق الأسهم السعودية، وذلك كون رأس المال الأجنبي يبحث عن الفرص الواعدة في الاقتصاد الذي يملك مقومات النمو.

دراسة (Yang and Yi, 2008) بعنوان:

Does Financial Development Cause Economic Growth?

بحثت الدراسة في العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في كوريا خلال (1971-2002)، باستخدام منهجية (Syperexogeneity Methodology)، تضمن النموذج القياسي مجموعة من المتغيرات: الناتج الحقيقي الإجمالي كمقياس للنمو الاقتصادي، أما التطور المالي فتم قياسه من خلال: نسبة القروض والتسهيلات

الإئتمانية إلى الناتج المحلي الإجمالي كمقياس لتطور الجهاز المصرفي، ونسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي كمقياس لتطور السوق المالي، ومعدل الفائدة الحقيقي كمتغير تحكمي، ومجموعة من المتغيرات المفسرة للنمو المتمثلة في: نسبة الاستثمار المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي، الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، إجمالي الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي.

توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لكل المتغيرات المفسرة ماعدا نسبة الاستثمار، ونسبة الإنفتاح التجاري الذين كان تأثيرهما إيجابي ولكن غير معنوي، كما تم إثبات أن التطور المالي له تأثير إيجابي، وهو الذي يسبب النمو الاقتصادي وليس العكس، لهذا كانت التوصيات بأن تعطي كوريا الأولوية إلى الإصلاح المالي، لأن ذلك يضمن نمو اقتصادي يستمر على المدى المتوسط والطويل.

دراسة (Baliamoune-Lutz, 2008) بعنوان:

Financial Development and Income in North Africa.

إستكشفت هذه الدراسة العلاقة الديناميكية في المدى القصير والمدى الطويل بين التطور المالي والدخل في كل من الجزائر، مصر، والمغرب، خلال الفترة (1960-2001)، وذلك باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) (Vector Error Correction Model)، حيث تم قياس التطور المالي من خلال أربع متغيرات هي: نسبة إجمالي ودائع القطاع غير المالي في البنوك إلى إجمالي ودائع القطاع غير المالي في الجهاز المصرفي، نسبة إجمالي الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة عرض النقد بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة القروض المقدمة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، أما الدخل فتم قياسه من خلال نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقات بين المتغيرات لكن بشكل مختلف بين الدول، وأرجع الباحث ذلك إلى اختلاف النظم المصرفية وحجم السكان بين هذه الدول. أثبتت الدراسة من خلال اختبار التكامل المشترك وجود علاقة تكاملية واحدة بين المتغيرات في دولة الجزائر، حيث أن التأثير إيجابي، ماعدا القروض المقدمة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي الذي كان تأثيره غير معنوي. في حين دولة مصر والمغرب

كان فيها التأثير سلبي لكل المتغيرات، ما عدا نسبة عرض النقد بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي التي كان لها تأثير موجب، أما نتائج اختبار السببية دلت على وجود سببية بين المتغيرات، لكن اتجاه السببية كان مختلفا بين المتغيرات، كما اختلف من دولة إلى أخرى.

دراسة (Colombage, 2009) بعنوان:

Financial Markets and Economic Performance.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد طبيعة الترابط بين تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي والأداء الاقتصادي في خمس دول متقدمة خلال الفترة: (1995-2007)، باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model) (VECM)، حيث تم قياس الأداء الاقتصادي بإجمالي الناتج المحلي الحقيقي، أما تطور السوق المالي فمن خلال: نسبة القيمة السوقية لسوق السندات إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة القيمة السوقية لسوق الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي، بينما تم قياس تطور الجهاز المصرفي بنسبة الإئتمان المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الإئتمان المصرفي للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونتائج الاختبار تؤيد فرضية قيادة العرض التي مؤداها أن التطور في السوق المالي والجهاز المصرفي يحث على النمو الاقتصادي في جميع الدول الخمس، ما عدا كندا التي تأكدت فيها نظرية قيادة الطلب في المدى القصير، التي مؤداها أن النمو الاقتصادي هو الذي يحث على تطور السوق المالي والجهاز المصرفي.

دراسة (Wu et al., 2009) بعنوان:

The Dynamic Impact of Financial Institutions on Economic Growth.

تناولت الدراسة التأثير الديناميكي للمؤسسات المالية على النمو الاقتصادي في 13 دولة من دول الإتحاد الأوروبي في الفترة (1976-2005)، وذلك باستخدام اختبار الاستقرارية وطريقة (Panel Mean Group Estimators) (PMG)، ودالة الاستجابة الفورية، حيث تم استخدام مؤشرين لتطور الجهاز المصرفي هما: نسبة عرض النقد بالمعنى الواسع (M_2) إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الموجودات في البنوك التجارية إلى موجودات الجهاز المصرفي، أما فيما يخص تطور السوق المالي

فاستخدم مؤشرين هما: نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الدوران، أما النمو الاقتصادي فتم قياسه من خلال الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

توصلت الدراسة من خلال طريقة (PMG) إلى أن هناك علاقة على المدى الطويل بين تطور الجهاز المصرفي والسوق المالي والنمو الاقتصادي، حيث أن القيمة السوقية ومعدل الدوران لهما أثر إيجابي، أما نسبة الموجودات في البنوك التجارية إلى موجودات الجهاز المصرفي لها تأثير إيجابي، في حين أن نسبة عرض النقد بالمعنى الواسع (M_2) إلى الناتج المحلي الإجمالي لها تأثير سلبي، كما تبين أنه لاتوجد علاقة بين تطور الجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي في المدى القصير، أما السوق المالي فيؤثر معدل الدوران سلبا في النمو في المدى القصير، أما نتائج اختبار دالة الاستجابة الفورية فكانت مختلفة من دولة إلى أخرى.

دراسة (Enisan and Olufisayo, 2009) بعنوان:

Stock Market Development and economic Growth.

اختبرت هذه الدراسة العلاقة الموجودة بين تطور السوق المالي والنمو الاقتصادي على المدى الطويل واتجاه العلاقة بينهما، في سبع دول من جنوب الصحراء الكبرى لإفريقيا خلال الفترة: (1980-2004)، باستخدام نموذج (ARDL) (Autoregressive Distributed Lag) ونموذج جرنجر للسببية المبني على نموذج متجه تصحيح الخطأ، حيث تم قياس النمو بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الإسمي، وتطور السوق المالي بنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى متغيرات أخرى مؤثرة في النمو الاقتصادي هي: معدل الإنفتاح، ومعدل الخصم.

دلت نتائج اختبار ARDL على وجود علاقة طويلة الأجل بين تطور السوق المالي والنمو الاقتصادي في كل من مصر وجنوب إفريقيا، وأن تطور السوق المالي له تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي في هاتين الدولتين، أما اختبار السببية فدل على وجود اتجاه أحادي السببية من تطور السوق المالي إلى النمو الاقتصادي في كل من مصر وجنوب إفريقيا، واتجاه ثنائي السببية في كل من كوديفوار وكينيا والمغرب

وزمبابوي، أما في نيجيريا فهناك دليل ضعيف على أن النمو الاقتصادي هو الذي يقود التطور المالي.

دراسة (Nowbutsing, 2009) بعنوان:

Stock Market Development and Economic Growth.

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان أثر تطور السوق المالي على النمو الاقتصادي في موريشيوس خلال الفترة (1989-2006)، باستخدام آلية تصحيح الخطأ (Error Correction Mechanism) (ECM)، حيث تم قياس تطور السوق المالي بنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتم قياس النمو الاقتصادي بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، بالإضافة إلى المتغيرات الأخرى المؤثرة في النمو الاقتصادي مثل: الاستثمار الأجنبي المباشر، رأس المال البشري.

توصلت الدراسة إلى أن تطور السوق المالي يؤثر إيجابا على النمو الاقتصادي في المدى القصير والطويل.

دراسة (Caporale et al., 2009) بعنوان:

Financial Development and Economic Growth.

جاءت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في 10 دول من أوروبا خلال الفترة (1994-2007)، باستخدام طريقة العزوم العامة (GMM) (Generalized Method of Moments) واختبار السببية، حيث تم قياس النمو الاقتصادي من خلال معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وتم قياس التطور المالي من خلال نسبة الإئتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر لنشاط القطاع المالي، ومؤشرات الحجم المتمثلة في: القيمة السوقية للسوق المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة عرض النقود بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر الكفاءة المتمثل في: هامش سعر الفائدة، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات التحكمية هي: نصيب الفرد من الدخل الأولي، نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي، الإنفتاح التجاري، ومؤشر الإصلاح المالي، معدل التضخم، معدل التسجيل في مرحلة التعليم الثانوي.

توصلت الدراسة إلى أن مؤشرات النشاط والحجم لها تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي، أما مؤشر الكفاءة فكان تأثير هامش سعر الفائدة سلبي وهو مطابق للنظرية الاقتصادية، كما بينت الدراسة من خلال اختبار التباين أن القطاع المصرفي هو أكثر كفاءة في دفع عجلة النمو من السوق المالي، أما نتائج اختبار السببية بينت أن هناك اتجاه أحادي السببية حيث أن التطور المالي هو الذي يؤدي إلى تحقيق النمو الاقتصادي وليس العكس في هذه الدول.

دراسة (Cheng and Degryse, 2010) بعنوان:

The Impact of Bank and Non-Bank Financial Institutions on Local Economic Growth in China.

هدفت الدراسة إلى تقصي العلاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي في الصين، حيث تم اختبار هذه العلاقة في 27 إقليم في الصين خلال الفترة: (1995-2003)، وذلك باستخدام طريقة العزوم العامة (GMM) (Generalized method of moments)، حيث ركزت الدراسة على نوعين مختلفين من المؤسسات، وهي المؤسسات البنكية وغير البنكية من القطاع المالي، حيث تم قياس النمو الاقتصادي من خلال معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، أما تأثير المؤسسات البنكية فتم قياسه من خلال مؤشرين هما: نسبة الودائع البنكية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة القروض البنكية الممنوحة إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتم قياس تأثير المؤسسات غير البنكية من خلال مؤشرين هما: نسبة الودائع غير البنكية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة القروض غير البنكية إلى الناتج المحلي الإجمالي. توصلت الدراسة إلى أن التطور البنكي له تأثير إيجابي ملحوظ على النمو الاقتصادي في الصين، في حين لا يوجد أي ارتباط بين المؤسسات غير البنكية والنمو الاقتصادي، وقد أرجع الباحثان ذلك الى أن المؤسسات البنكية استفادت من الإصلاحات المتمثلة في التحرير المالي أكثر من المؤسسات غير البنكية في الصين.

دراسة (Antonios, 2010) بعنوان:

Stock Market and Economic Growth.

هدفت الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين تطور السوق المالي والنمو الاقتصادي في ألمانيا خلال الفترة (1965-2007)، باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector

(VECM) (Error Correction Model)، حيث تم قياس النمو بمعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، أما تطورالسوق المالي فمن خلال المؤشر العام للسوق المالي، وأضاف الإئتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص كمتغير تحكمي. توصلت الدراسة إلى اتجاه أحادي السببية يتجه من تطور السوق المالي إلى النمو الاقتصادي، حيث أن أثر تطورالسوق المالي على النمو الاقتصادي إيجابي.

2-2-2 الدراسات التي تم تطبيقها على الأردن

دراسة (ملاوي، 1989) بعنوان: دور عرض النقد والتسهيلات الإئتمانية في الاقتصاد الأردني.

هدفت الدراسة إلى بيان أثر عرض النقود والتسهيلات الإئتمانية في الاقتصاد الأردني للفترة (1968-1986)، مستخدما دالة كوب دوغلاس للإنتاج (Cobb-Douglas)، وهذا من أجل اختبار نظرية الثروة التي تنص على أن عرض النقد يشكل عنصرا هاما من عناصر الإنتاج، بالإضافة إلى عنصر العمل ورأس المال، في الاقتصاد الأردني، حيث تم استبدال عرض النقد بالتسهيلات الإئتمانية المقدمة للقطاعات من قبل القطاع المصرفي كمتغير ممثل لعرض النقد، وكانت النتائج مطابقة لنظرية الثروة حيث أن الإنتاجية الحدية لعوامل الإنتاج الثلاث كانت موجبة، وإن زيادة كمية أي عنصر من عناصر الإنتاج سيؤدي بدوره إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي. كما بينت الدراسة أن معدل الإنتاجية الحدية للدينار الأردني الواحد المقدم كتسهيلات إئتمانية خلال فترة الدراسة لقطاع الصناعة والزراعة أعلى منه في قطاع الخدمات والإنشاءات، مع أن حصة هذين القطاعين (الصناعة والزراعة) من التسهيلات كانت قليلة بالمقارنة مع القطاعين الآخرين، وأوضحت الدراسة بأن الإختلاف الواضح في نسب التسهيلات الممنوحة لهذين القطاعين (الصناعي والزراعي) مقارنة بالقطاعات الأخرى، يعزى إلى عدم وجود ضمانات كافية لاسترداد التسهيلات، وذلك بسبب وجود عنصر المخاطرة.

دراسة (أبو غزالة، 1991) بعنوان: أثر مؤسسات الوساطة المالية على النمو الاقتصادي في الأردن.

ركزت هذه الدراسة على إمكانية التعرف على طبيعة العلاقة بين التطورات المالية والتطورات الحقيقية في الأردن للفترة (1968-1988)، وذلك من خلال دراسة أثر التعميق المالي على الادخار، الاستثمار والنمو في الدخل، حيث تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares) (OLS)، والجدير بالذكر أنه تم التركيز على أثر القطاع المصرفي على كل من الاستثمار والادخار والنمو الاقتصادي، وذلك من خلال استخدام مجموعة من المتغيرات الدالة على التعميق المالي وهي: سعر الفائدة الحقيقي على ودائع البنوك، نسبة العلاقة المالية المتبادلة التي تساوي نسبة الأصول المالية في الجهاز المالي والمصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومتغير الكثافة البنكية، التغير في أشباه النقد، أما الاستثمار و،الادخار، والنمو الاقتصادي، تم التعبير عنهم من خلال إجمالي التكوين الرأسمالي، إجمالي الادخار، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي على الترتيب.

أظهرت الدراسة أن التعميق المالي يؤثر إيجابا على كل من الاستثمار والادخار والنمو الاقتصادي، وتوافقت الدراسة مع فرضية غولد سميث (Goldsmith) وشو (Shaw) الداعيين إلى أن تحقيق التعميق المالي في بلد ما يعزز النمو الاقتصادي في ذلك البلد.

دراسة (الحموري وملاوي، 1994) بعنوان: إنتاجية الدينار من التسهيلات الإئتمانية للبنوك التجارية في الاقتصاد الأردني.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس إنتاجية الدينار الأردني الواحد المقدم كتسهيلات إئتمانية من قبل البنوك التجارية العاملة في الأردن للاقتصاد الأردني، على مستوى الاقتصاد ككل وعلى المستوى القطاعي خلال الفترة (1968-1988)، بالاعتماد على دالة الإنتاج، وقد قدرت دالة الإنتاج باستخدام نموذج كوب–دوغلاس (Cobb-Douglas)، حيث ركز على أربع قطاعات وهي قطاع الزراعة، وقطاع الصناعة، وقطاع الخدمات وأخيرا قطاع الإنشاءات، واعتمد على مجموعة من المتغيرات المتمثلة: في الناتج المحلي الإجمالي لكل قطاع، عنصر العمل المستخدم في كل قطاع، رأس المال المستخدم في كل قطاع، بالإضافة إلى التسهيلات الإئتمانية المقدمة من البنوك التجارية العاملة في الأردن لكل قطاع.

توصلت الدراسة إلى أن الإنتاجية الحدية للدينار الأردني الواحد المقدم كتسهيلات إئتمانية من البنوك التجارية للقطاعات الاقتصادية، كانت أعلى في قطاعي الزراعة، والصناعة بالمقارنة معهما في قطاعي الخدمات، والإنشاءات، بالمقابل فإن حصة كل من قطاعي الزراعة والصناعة من التسهيلات الإئتمانية كانت قليلة مقارنة معها في القطاعين الآخرين.

دراسة (علاوين، 1998) بعنوان: أثر الإئتمان المصرفي في إحداث التقلبات الاقتصادية في الأردن.

جاءت هذه الدراسة لإلقاء الضوء على أثر الإئتمان المصرفي المقدم من البنوك المرخصة على التقلبات الاقتصادية في الأردن، وذلك بالاعتماد على بيانات ربعية خلال الفترة (1985- 1997)، باستخدام أسلوب متجه الإنحدار الذاتي (VAR) (Vector Autoregression)، حيث استخدم متغيرين لدراسة طبيعة العلاقة وهما: الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي، وإجمالي التسهيلات الإئتمانية كمؤشر للإئتمان المصرفي، حيث أظهر اختبار السببية وجود اتجاه ثنائي السببية في الفترة (1985-1997)، وعند تقسيم الفترة إتضح وجود اتجاه أحادي السببية من الإئتمان المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1985-1989)، ووجود اتجاه أحادي السببية من الناتج المحلي الإجمالي إلى الإئتمان المصرفي خلال الفترة (1990-1997)، كما تبين من خلال اختبار التباين ودالة الاستجابة الفورية أن الإئتمان المصرفي يؤثر إيجابا في النمو الاقتصادي.

دراسة (العتوم، 2002) بعنوان: دور الإئتمان المصرفي في النمو الاقتصادي حالة الأردن.

بينت هذه الدراسة أثر الإئتمان المصرفي في النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة (1985-2000) على مستوى الاقتصاد الكلي وعلى المستوى القطاعي، وذلك باستخدام نموذج (Two Stage Least Squares Method) (2SLS)، حيث اعتمد متغيرين داخليين هما الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمؤشر للنمو الاقتصادي، والإئتمان المصرفي، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الخارجية المتمثلة في: حجم العمالة، حجم رأس المال، عدد السكان، حجم الودائع الكلية وسعر الفائدة.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج تمثلت في أنه بالرغم من اختلاف حجم الإئتمان المصرفي الممنوح لكل قطاع، فإن معظم القطاعات تعتمد على كثافة استخدام عنصر رأس المال أكثر من العمالة، وذلك من خلال تحليل نسبة العمالة إلى رأس المال. كما تم إيجاد تأثير إيجابي للإئتمان المصرفي على النمو الاقتصادي على مستوى الاقتصاد، وعلى المستوى القطاعي، إلا أن درجة تأثير الإئتمان المصرفي على النمو الحاصل في القطاعات كانت متباينة، إذ كان أعلاها في قطاع الزراعة فقطاع الخدمات، فقطاع الإنشاءات، ثم القطاع الصناعي، وأرجع الباحث ذلك إلى اختلاف نسبة الإئتمان إلى رأس المال المستثمر في كل قطاع ، إذ كانت الأعلى في قطاع الزراعة. أما تأثير مصادر الإئتمان المصرفي على النمو الاقتصادي كانت بنفس الاتجاه على المستوى الكلي والقطاعي، إذ أن حجم السكان كان له التأثير الأكبر على النمو وبشكل إيجابي، يليه سعر الفائدة وبشكل سلبي، ثم حجم الودائع الكلي وبشكل إيجابي.

دراسة (حاجبي، 2005) بعنوان: أثر تحرير القطاع المالي على النمو الاقتصادي في الأردن.

ركزت الدراسة على اختبار أثر التعميق المالي والإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج في القطاع المالي على النمو الاقتصادي في الأردن للفترة (1976-2002)، وهذا للوقوف على أثر سياسات التحرير المالي التي طبقت في الأردن بعد الأزمة الاقتصادية في عام 1989، حيث تم استخدام نموذج المربعات الصغرى العادية المصححة كليا (Fully Modified ordinary least squares) (FMOLS)، حيث اعتمد على مجموعة من المتغيرات وهي: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمؤشر للنمو الاقتصادي، وعدد العمال في كافة القطاعات، التكوين الرأسمالي الثابت الإجمالي، عرض النقد الحقيقي كمؤشر للعمق المالي.

أظهر اختبار التكامل المشترك أن الاقتصاد الأردني كثيف العمل لأن مرونة العمل أكبر من مرونة رأس المال، كما أن تأثير التعميق المالي في النمو كبير، حيث أن هذا التأثير هو إيجابي، كما توصلت الدراسة إلى أن للقطاع المالي تأثيرين: تأثير خارجي يتبين من التأثير الإيجابي لعرض النقد على النمو الاقتصادي، وتأثير داخلي

من خلال إنتاجية عناصر الإنتاج في القطاع المالي التي تبين بأن لها تأثير إيجابي في النمو الاقتصادي.

دراسة (صوفان، 2008) بعنوان: أثر تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي في الأردن.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر القطاع المالي على النمو الاقتصادي في الأردن خلال الفترة (1978-2004)، وهذا بالاعتماد على نموذج الإنحدار المتعدد، حيث تم قياس النمو الاقتصادي بنصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي، أما القطاع المالي فتم قياسه من خلال التركيز على مؤشرات تطور السوق المالي وهي: نسبة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الدوران، ومؤشرات تطور الجهاز المصرفي وهي: نسبة العرض النقدي بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة موجودات البنوك المرخصة إلى موجودات الجهاز المصرفي، ونسبة التسهيلات الإئتمانية المصرفية الممنوحة للمؤسسات غير المالية بالنسبة لإجمالي التسهيلات الإئتمانية المحلية، ونسبة القروض المقدمة إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى العوامل الاخرى المؤثرة في النمو الاقتصادي: نصيب الفرد من حجم رأس المال الإجمالي، نسبة صافي التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي، وحوالات العاملين، ونسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة صافي تدفق الموارد الخاصة إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة البطالة.

أظهر التحليل القياسي أن هناك أثر سلبي معنوي لكل من نسبة عرض النقد إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة التسهيلات الإئتمانية المصرفية الممنوحة للمؤسسات غير المالية بالنسبة لإجمالي التسهيلات الإئتمانية المحلية، وأثر إيجابي لكل من نسبة موجودات البنوك المرخصة إلى موجودات الجهاز المصرفي، ونسبة القروض المقدمة إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهناك أثر إيجابي لمعدل الدوران، وهناك أثر سلبي غير معنوي لحجم التداول، وقد أظهر اختبار السببية أنه لاتوجد سببية بين مؤشرات القطاع المالي والنمو الاقتصادي، وانتهت الباحثة إلى ضرورة التركيز على أداء القطاع المالي في مجال تحويل المدخرات إلى الاستثمارات المنتجة وطويلة الأجل، كما قامت بالبحث عن مصدر النمو الاقتصادي في الأردن هل هو

نمو موسع أو نمو كثيف وذلك من خلال نموذج (Solow) حيث تم الاعتماد على نصيب الفرد من مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج كمتغير دال على النمو الكثيف ونصيب الفرد من رأس المال الإجمالي كمتغير دال على النمو الموسع، وتم قياس النمو الاقتصادي بمعدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وانتهى الاختبار إلى أن النمو الاقتصادي في الأردن لا يعتمد على النمو الكثيف، بل لا يزال يعتمد على النمو الموسع والمتمثل في زيادة كمية مدخلات الإنتاج، إلا أنه هناك تحسن في إنتاجية مجمل عناصر الإنتاج.

دراسة (قصراوي،2008) بعنوان: أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي في الأردن.

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي في الأردن وهذا خلال الفترة: (1978-2007)، حيث تم اختبار استقرار البيانات للسلاسل الزمنية، وفلترة البيانات، وذلك لعدم استقرارها ثم استخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) (Ordinary Least Squares)، إضافة إلى استخدام اختبار جرنجر للسببية. حيث تم قياس تطور السوق المالي من خلال القيمة السوقية، وحجم التداول، وتم قياس النمو الاقتصادي من خلال الناتج المحلي الإجمالي في الأردن بالأسعار الجارية، إضافة إلى مجموعة من المتغيرات التحكمية المؤثرة في النمو الاقتصادي المتمثلة في: عرض النقد بالمعنى الواسع، التكوين الرأسمالي والاستهلاك الكلي.

أظهرت النتائج أن حجم التداول للأسهم كان له أثر سلبي ذو دلالة إحصاءة على النمو الاقتصادي، في حين بينت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصاءة بين القيمة السوقية والنمو الاقتصادي في الأردن، كما أظهرت النتائج وجود علاقة سببية غير مباشرة من حجم التداول إلى النمو الاقتصادي، ومن القيمة السوقية إلى النمو الاقتصادي، حيث أن هناك علاقة ذات اتجاه واحد من حجم التداول إلى عرض النقد، وعلاقة سببية ذات اتجاهين بين عرض النقد والنمو الاقتصادي، ووجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد من القيمة السوقية إلى التكوين الرأسمالي الإجمالي، وعلاقة سببية ذات اتجاهين بين التكوين الرأسمالي الإجمالي والنمو الاقتصادي.

3-2-2 استنتاجات حول الدراسات السابقة

بعد الإطلاع على الدراسات ذات العلاقة بموضوع الدراسة، وجدت الباحثة قلة في الدراسات العربية وخصوصا الأردنية منها، التي تطرقت لأثر تطور كل من السوق المالي والجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي مقارنة بالدراسات الأجنبية، فمن خلال الدراسات المحلية هناك اهتمام بدور الجهاز المصرفي في النمو الاقتصادي، وذلك من خلال الاهتمام بمواضيع السياسة النقدية ودور الإئتمان المحلي في النمو الاقتصادي، إلا أنه لم تجد الباحثة سوى دراسة واحدة تجمع بين السوق المالي والجهاز المصرفي لتحليل أثرهما على النمو الاقتصادي وهي دراسة (صوفان، 2008)، ودراسة واحدة في تحليل أثر تطور السوق المالي على النمو الاقتصادي، وهي دراسة (قصراوي، 2008) في الأردن، لأن أغلب الدراسات التي اهتمت بالسوق المالي، اهتمت بدراسة مدى تأثره بالمتغيرات الاقتصادية، وتبين أن هاتين الدراستين رغم حداثتهما إلا أنهما اعتمدتا في تحليلهما للسلاسل الزمنية على تطبيق نماذج إحصاءة تقليدية بسيطة في تقصي هذا التأثير، حيث اعتمدت دراسة (قصراوي، 2008) على طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares)، في حين اعتمدت دراسة (صوفان، 2008) على تقدير الانحدار المتعدد بالاعتماد على مستويات المتغيرات، بالرغم من التأكد من عدم استقرارها عند المستوى، الأمر الذي قد ينتج عنه انحدار زائف فيما بين المتغيرات غير المستقرة، مما قد يؤدي في النهاية إلى تقديرات غير دقيقة في النتائج، كما أنه لم تتنبه الدراستين لمشكلة التدفق- الرصيد التي تميز متغيرات الدراسة، لهذا جاءت هذه الدراسة لتلافي هذه المشكلة، ولتحليل هذا الأثر خلال فترة أكبر (1979-2009) من خلال نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model)، الذي يعد من النماذج الحديثة حيث يتمتع بمجموعة من الميزات، أهمها أنه من خلاله يمكن التنبؤ بالعلاقة بين كل من تطور السوق المالي والجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي في المدى القصير، وكذلك في المدى الطويل، سواءً من حيث التأثير أو من حيث اتجاه السببية، على أمل أن نصل من خلال هذا النموذج إلى نتائج أكثر مصداقية.

الفصل الثالث

تطور سوق عمان المالي وتطور الجهاز المصرفي الأردني

يكتسب تطور السوق المالي والجهاز المصرفي أهمية متنامية في ضوء الإعتقاد بأن الاقتصاديات المعاصرة تتسم باستقرار اقتصادي ومالي لكونها كثيفة التمويل. في هذا السياق عرف كل من السوق المالي والجهاز المصرفي الأردني عمليات إصلاح مكثفة وواسعة، وذلك ضمن إطار برنامج شامل للاستقرار الاقتصادي، والإصلاح الهيكلي. وقد أسفرت تلك الجهود المتراكمة عن تمتع الأردن بمركز مالي مرموق بمعايير منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

3-1 تطور سوق عمان المالي

تنبهت السلطات الأردنية إلى الدور الكبير الذي يؤديه السوق المالي في تحقيق التطور الاقتصادي والمالي، فأوصت بضرورة الإسراع في إنشائه من خلال خطة التنمية الاقتصادية (1976-1980)، وبناءً على ذلك تم تأسيس سوق عمان المالي سنة 1976، حيث باشر أعماله في مطلع 1978، ولقد خطا منذ نشأته خطوات مهمة إذ حقق تقدما كبيرا، أهله لأن يصنف من أكثر الأسواق المالية فاعلية في العالم العربي، ومن أكثر الأسواق المفتوحة على الاستثمار حجما ونموا في المنطقة، وكذلك من أكثر الأسواق إنفتاحا للمستثمرين الأجانب.

3-1-1 نشأة سوق عمان المالي

بدأ إنشاء شركات المساهمة العامة في الأردن، والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق عمان المالي، فقد بدأ الجمهور الأردني الإكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931، وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938، وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام 1951. كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات.

ونتيجة لذلك فقد ظهر في الأردن سوق غير منظم لتداول الأوراق المالية، وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، مما دعى الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية، والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته، وسرعته، وكذلك حماية صغار المدخرين، وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذه السوق، حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظمة للأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) (International Finance Corporation) المنبثقة عن البنك الدولي، بإجراء دراسات مكثفة، تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني، ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال شركات المساهمة العامة، وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين، يبرر إنشاء هذه السوق، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى الاقتصاد الأردني أعمالا اقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها، وتلبيتها دعما له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي، وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16، وباشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/1/1.

وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات، عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية، والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته، وسرعته، وبما يضمن مصلحة البلاد المالية، وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.

ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما: دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف بـ Securities and Exchange Commission (SEC) ، وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية.

وقطع السوق منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمان شوطا طويلا ومراحل، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من (5.6) مليون دينار عام 1978، ليصل إلى (9.7) مليار دينار في عام 2009، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها حوالي (22) مليار دينار سنة 2009 مقارنة مع حوالي (286) مليون دينار في نهاية عام 1978، (موقع بورصة عمان الإلكتروني).

3-1-2 الإصلاحات الهيكلية لسوق عمان المالي

تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة للسوق المالي تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك من خلال إصدار وتعديل قانون الأوراق المالية لسنة 1997 وسنة 2002.

حيث تمثلت أهم أهداف هذا الإصلاح في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق عمان المالي، واستخدام أنظمة التداول والتسوية، والتقاص الإلكترونية، وإزالة كافة معوقات الاستثمار، وتقوية الرقابة على السوق المالي وصولاً إلى أعلى مستوى من الشفافية، وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وبما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والإنفتاح على العالم الخارجي.

أ- قانون الأوراق المالية سنة 1997

يعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في سوق عمان المالي، حيث هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق عمان المالي، واستكمال بنيته التحتية بما يتفق والمعايير الدولية، تحقيقاً للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية. بموجب هذا القانون تم التمييز بين ثلاث مؤسسات رئيسة تتمتع باستقلال مالي وإداري، كل هذا من أجل فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي، ومن ثم الدور التوثيقي بعد أن كانت سوق عمان تمارس هذه الأدوار معا، وهذه المؤسسات هي:

أ-1 هيئة الأوراق المالية

تتمتع هيئة الأوراق المالية باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء، تهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية، والتعامل بها، وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة، ومركز الإيداع، ومعتمدي

المهن المالية. كما تهدف الهيئة إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين (التميمي وسلام، 2004).

أ-2 سوق الأوراق المالية (بورصة عمان)

هي مؤسسة ذات استقلال مالي وإداري، تنفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامية، ولا تهدف إلى الربح، ولا تخضع لقانون الشركات، يتم تداول الأوراق المالية في بورصة عمان من خلال سوقين أساسيين:

أ-2-1 السوق الأولي

وهي السوق المختصة بالإصدارات الأولية الجديدة، حيث تشتمل هذه الإصدارات على كل من إصدارات الأسهم والسندات، للشركات القائمة وحديثة التأسيس، بالإضافة إلى الجهات الحكومية، والمؤسسات العامة، وذلك من خلال الإكتتاب العام والخاص. حيث يتم تسعير هذه الإصدارات من خلال لجنة خاصة تسمى لجنة الإصدارات، تضم في عضويتها قطاعات اقتصادية مختلفة من ضمنها سوق عمان المالي (حردان، 2009).

أ-2-2 السوق الثانوي

يختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية المصدرة أصلا في السوق الأولي، ليتم بيعها وشراءها في هذا السوق. وينقسم السوق إلى أربعة أسواق فرعية وهي (حردان، 2009):

أولا: السوق النظامية

يقتصر التعامل في هذا السوق على الأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج خاصة بها، تحددها لجنة إدارة السوق. ويمتاز هذا السوق بأن له مكان محدد.

ثانيا: السوق الموازية

يمكن اعتبار السوق الموازية على أنها سوق تمهيدية لشركات المساهمة العامة التي تسعى للإدراج على لوائح السوق النظامية، حيث يتم التعامل في هذا السوق بالأوراق المالية للشركات حديثة التأسيس، التي لم تحقق شروط الإدراج في السوق النظامي.

ثالثا: سوق السندات

تشتمل السندات المتداولة في سوق عمان المالي للأوراق المالية على سندات التنمية وإسناد القرض، ويتصف هذا السوق بأنه ضيق من حيث حجم التداول، وذلك لعدم تنوع السندات فيه، وبسبب القوانين التي كانت تلزم الشركات بضمان السندات قبل مضيها بإجراءات الإصدار، وأن لا تزيد قيمة هذه السندات عن قيمة رأسمال الشركة المدفوع، كما أن قيام البنوك بتقديم القروض طويلة الأجل، قد ساهم من ناحية أخرى في تخفيض نسبة التداول بالسندات.

رابعا: سوق العمليات خارج القاعة

تتكون التحويلات خارج القاعة من التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الثالثة، والتحويلات الإرثية والتحويلات خارج المملكة، بالإضافة إلى تحويلات الشركات غير المدرجة. وتتم التعاملات عادة من خلال الدائرة القانونية، وغالبا ما تكون العمولة التي يتقاضاها السوق أقل من تلك المحددة للتحويلات أو التعاملات داخل القاعة.

أ-3 مركز إيداع الأوراق المالية

تم إنشاء المركز بتاريخ 1999/5/1، بهدف تحقيق الأمان في التعامل في الأوراق المالية، وحفظ ملكية تلك الأوراق في أسواق التداول، والذي يعمل على تسجيل ونقل ملكية الأوراق المتداولة، وتسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء. ويتمتع المركز بشخصية اعتبارية، واستقلال مالي وإداري أيضا (الجمل، 2002).

ب- قانون الأوراق المالية 2002

جاء هذا القانون ليواكب التطورات التشريعية، والفنية، والتنظيمية على المستويين المحلي والدولي لمعالجة الثغرات في القانون السابق. وأهم ما ميز هذا القانون هو أنه من خلاله تم السماح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في الأردن، وهذا وفقا للمادة 67 من القانون (التميمي، 2010).

كما أنه تم من خلال هذا القانون تحديد قائمة الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق، وهذا من خلال المادة رقم (3) حيث تشتمل الأوراق المالية ما يلي: أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول، وإسناد القرض الصادرة عن الشركات، والحكومة،

وشركات الخدمات المالية، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وإسناد خيار المساهمة، والعقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية، بالإضافة إلى عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع، كما يتم قبول أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية، متعارف عليها من قبل مفوضي هيئة الأوراق المالية. كما ركز على شروط الإفصاح في السوق من قبل المتعاملين فيه من المادة (34) إلى المادة (46)، واهتم كذلك بكل ما يخص الترخيص والاعتماد والمراقبة، وذلك من خلال مجموعة من التعليمات تم إدراجها من المادة (47) إلى المادة (64)، كما جاء بعدة تعديلات فيما يخص هيئة الأوراق المالية ومركز الإيداع وبورصة عمان للأوراق المالية، وصناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار (موقع بورصة عمان الإلكتروني).

3-1-3 مؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية

يمكن التعرف على أوجه تطور سوق عمان للأوراق المالية من خلال المؤشرات التالية:

1 مؤشر حجم تداول الأسهم (Value Traded)

يعرف حجم التداول وفقا لسوق عمان المالي بأنه قيمة الأسهم التي يتم تداولها في قاعة سوق عمان للأوراق المالية، وبمختلف الأسعار خلال السنة، حيث يعكس حجم التداول قوة سوق الأوراق المالية وحجم نشاط السوق، فتدل زيادة حجم التداول على تفاؤل المستثمرين، وقلته على تشاؤمهم، الأمر الذي يؤدي إلى تصفية استثماراتهم (طريف، 2006).

يعتبر حجم التداول مؤشر مهم لقياس أداء ومدى تطور سوق الأوراق المالية، حيث يعبر عن سيولة سوق الأوراق المالية، عند تتبع تطور حجم التداول الحقيقي في بورصة عمان بالنسبة للأسهم نلاحظ أنه ارتفع من (64) مليون دينار في سنة 1979 إلى (8.1) مليار دينار سنة 2009، حيث بلغ متوسط معدل نموه خلال فترة الدراسة (37.7%)، وكما يوضح الجدول رقم (1) أن حجم التداول الحقيقي خلال الفترة (1979-1982) بدأ بالارتفاع التدريجي حيث ارتفع من (64) مليون دينار سنة

جدول رقم: (1)

مؤشر حجم تداول الأسهم في الأردن للفترة (1979-2008)

السنة	حجم التداول الحقيقي (مليون دينار)	معدل نمو حجم التداول الحقيقي%
1979	64	-
1980	148.76	132.43
1981	247.65	66.47
1982	391.69	58.16
1983	406.96	3.89
1984	163.38	-59.85
1985	177.70	8.76
1986	182.46	2.67
1987	389.40	113.41
1988	337.45	-13.34
1989	802.57	137.83
1990	487.98	-39.19
1991	491.20	0.66
1992	1,357.23	176.30
1993	1,430.73	5.41
1994	706.73	-50.60
1995	581.06	-17.78
1996	330 .11	-43.18
1997	450.52	36.47
1998	571.53	26.85
1999	470.65	-17.64
2000	402.06	-14.57
2001	793.17	97.27
2002	1,106.89	39.55
2003	2,117.77	91.32
2004	4,226.46	99.57
2005	18,238.97	331.54
2006	14,641.80	-19.72
2007	12,064.58	-17.60
2008	18,141.08	50.36
2009	8,128.93	-55.19
2009-1979		37.70

ملحوظة: تم حساب حجم التداول الحقيقي ومعدل نمو حجم التداول الحقيقي من قبل الباحثة، بناءً على البيانات المنشورة على الموقع الالكتروني لبورصة عمان.

1 -عند حساب القيم نصادف مشكلة الرصيد والتدفق، فهناك متغيرات تمثل رصيد يتم احتسابها في آخر السنة مثل القيمة السوقية، وهناك متغيرات تمثل تدفق مثل حجم التداول الذي يتم احتسابه خلال السنة.

2 -حاول الاقتصاديون حل هذه المشكلة، وذلك من خلال حساب متوسط الرصيد في السنة t و السنة t-1، وإبقاء التدفق على حاله (King and Levine,1993)، وهي طريقة مستخدمة في حساب المؤشرات المالية في البنك الدولي (World Bank, financial indicators). لكن يرى بعض الاقتصاديين أن هذه القيم ستضل مشوهة ما لم نتخلص من عامل التضخم، خاصة في الدول التي تعاني من ارتفاع في معدلات التضخم، ويتم ذلك من خلال احتساب المتوسط الحقيقي للرصيد والقيمة الحقيقية للتدفق، حيث نقوم بقسمة الرصيد على الرقم القياسي لأسعار المستهلك لآخر السنة، أما التدفق فنقوم بقسمته على الرقم القياسي لأسعار المستهلك الذي يكون خلال السنة، وعادة ما يعبر عن هذا الأخير بمتوسط الرقم القياسي لآخر السنة t و السنة t-1 (Levine et al.,2000).

3 -حجم التداول الحقيقي = (حجم التداول الإسمي للسنة t / متوسط الرقم القياسي لأسعار المستهلك لسنتي t وt-1) × 100، مع العلم أن سنة 2006 هي سنة الأساس.

1979 إلى (391.69) مليون دينار سنة 1982، وذلك نتيجة لتحسن الأوضاع الاقتصادية التي أدت إلى إحداث تغيرات على نشاط السوق، وجعلته أكثر أهمية في النشاط الاقتصادي المحلي، وفي عملية جذب الأموال وتوضيفها، هذا الأمر أدى إلى تحقيق معدلات نمو موجبة لكن بمعدل متناقص، حيث بلغ معدل نمو حجم التداول الحقيقي (132.4%) سنة 1980 ليصل إلى (58.16%) سنة 1982، وفي سنة 1984 انخفض حجم التداول بشكل مفاجئ بما نسبته (59.8%) حيث بلغ (163.4) مليون دينار بعد أن كان (406.9) سنة 1983، ويرجع ذلك إلى أحداث الحرب العراقية الإيرانية وأحداث لبنان، وانخفاض أسعار النفط، وانعكاس ذلك على حجم المساعدات المالية العربية، وحوالات الأردنيين العاملين في الخارج.

أما الفترة (1985-1987) فقد ارتفع حجم التداول من (177.7) مليون دينار سنة 1985 ليصل إلى (389.4) مليون دينار سنة 1987، حيث بلغ معدل نموه (113.4%)، ويعود هذا الارتفاع إلى السياسة الحكومية لتشجيع الصادرات عن طريق فرض رسوم حماية على السلع الأردنية، ودعم قطاع الإنتاج المحلي، إضافة إلى تشجيع تدفق الاستثمارات إلى الأردن، والحصول على مساعدات من الدول العربية والأجنبية، غير أن هذا الإنتعاش لم يستمر حيث أنه في سنة 1988، انخفض حجم التداول بمعدل (13.4%) وكان ذلك بسبب إنهيار قيمة الدينار، مما أدى إلى قيام الحكومة بتقديم الحماية الجمركية لبعض الصناعات وإعطاء مرونة أكبر لسعر صرف الدينار الأردني وتعويم معدلات الفائدة فارتفع حجم التداول بمعدل (137.8%) ليبلغ (802.6) مليون دينار سنة 1989، ثم عاود الانخفاض بمعدل (39.2%) سنة 1990، بسبب انعكاسات حرب الخليج الثانية على حوالات العاملين الأردنيين في دول الخليج (تقارير سوق عمان المالي 1986، 1988، 1989، 1990).

بينما فترة (1991-1993) ارتفع حجم التداول حيث أخذ القيم التالية: (491.2)، (1357.2) و(1430.7) على التوالي، ليحقق أعلى معدل نمو في سنة 1992 قدر بنسبة (176.3%)، الذي يعتبر أعلى معدل نمو في تاريخ السوق خلال الستة عشر سنة الأولى، ويعزى ذلك إلى زيادة حجم الاستثمارات بفضل ارتفاع حجم السيولة

الناتجة عن عودة العاملين الأردنيين من دول الخليج، كما يعود هذا الارتفاع إلى التزام الحكومة بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، حيث استمرت في تبني السياسات النقدية، والإئتمانية الرامية إلى المحافظة على الاستقرار النقدي، والسياسات المالية التي تركز على زيادة اعتماد الاقتصاد على الذات.

أما الفترة (1994-1996)، فمن خلال الجدول (1) نلاحظ انخفاض في معدل نمو حجم التداول، حيث أخذ القيم الآتية: (50.6%)، (17.8%)، (43.2%) على التوالي نظرا للتوسع في السوق الأولية، وما رافقه من إتاحة فرص إستثمارية جديدة، والتي أدت إلى امتصاص جزء كبير من السيولة المتوفرة، وفي سنتي 1997 و1998 ارتفع معدل نمو حجم التداول لكن بمعدل متناقص، حيث بلغ (36.4% و 26.8%) على التوالي، وذلك بسبب ازدياد حجم الاستثمار لغير الأردنيين الذي يرجع إلى توقيع إتفاقية الشراكة الأوروبية، بالإضافة إلى قانون الأوراق المالية لسنة 1997، والقيام بخطوات هامة للإنضمام للمنظمة العالمية للتجارة كتحرير التجارة، وإزالة العوائق الجمركية، وإزالة القيود التي كانت مفروضة على الاستثمار الأجنبي في سوق عمان المالي (تقريري سوق عمان المالي 1997، 1998).

أما سنتي 1999 و2000 فقد عاود حجم التداول الانخفاض، حيث عرف معدلات نمو سالبة نتيجة للظروف التي عاشتها المنطقة، وخاصة تعثر العملية السلمية، والعدوان الإسرائيلي على الأراضي الفلسطينية (تقريري هيئة الأوراق المالية 1999، 2000)، بينما عاد حجم التداول للارتفاع تدريجيا خلال الفترة (2001-2005)، ليصل معدل نموه الى (331.5%) سنة 2005، حيث يعود ذلك إلى برامج الخصخصة لبعض الشركات الحكومية، والتوسع في مجالات الاستثمار، إضافة إلى الارتفاع في أسعار الأسهم، وزيادة عدد الشركات، وزيادة الإقبال من قبل الأفراد على الاستثمار في الأسهم، وكذلك بفضل النتائج الإيجابية لقانون الأوراق المالية لسنة 2002، وما نتج عنه من تطبيق الأنظمة الإلكترونية بما في ذلك أنظمة التداول، والتسوية، والتقاص الإلكترونية، الأمر الذي أدى إلى النهوض بالسوق المالي بما يتماشى والمعايير الدولية (تقريري هيئة الأوراق المالية 2002، 2005). ثم عاد حجم التداول للانخفاض بمعدل نمو (19.7%) و(17.6%) سنتي 2006 و2007 على

التوالي، بعد أن ارتفع إلى (331.5%) سنة 2005، ويعود ذلك إلى الحركة التصحيحية في البورصة، التي نتج عنها انخفاض في الرقم القياسي لأسعار الأسهم، ثم عاد حجم التداول للارتفاع، حيث ارتفع معدل نموه إلى (50.36%) سنة 2008، بسبب إقبال بعض المستثمرين على شراء الأسهم التي انخفض سعرها، ثم عاد للانخفاض بشكل مفاجئ سنة 2009 بمعدل (55.2%)، بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث أدت إلى زيادة عروض بيع الأسهم نتيجة للتخوف الذي سيطر على المستثمرين، في حين قوبل هذا العرض بانخفاض شديد في الطلب نتيجة لتخوف المشترين، الأمر الذي انعكس على الأسعار بالانخفاض، ومنه الانخفاض في حجم التداول.

2- مؤشر القيمة السوقية للأسهم (Market Capitalization)

تعرف القيمة السوقية للسهم بأنها سعر إغلاق سهم شركة ما في نهاية العام، أما القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية فهي تساوي قيمة الأوراق المالية المدرجة في هذا السوق، حيث تعتبر القيمة السوقية أحد مؤشرات سوق الأوراق المالية التي تعكس حجم بورصة عمان. حيث ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر، مؤداه أن حجم السوق يرتبط إيجابا أو سلبا بالقدرة على حشد رأس المال وتنويع الخطر (Beck and Levine, 2004).

نلاحظ من الجدول رقم (2) أن القيمة السوقية بدأت تزداد تدريجيا من (1,475.9) مليون دينار سنة 1979 إلى (20,153.08) مليون دينار سنة 2009، حيث أخذت أكبر معدل نمو لها سنة 2005 قدر ب: (84.66%)، وكان مقدار متوسط معدل النمو خلال فترة الدراسة (10.9%). نلاحظ من الجدول أن القيمة السوقية خلال الفترة (1979-1982) بدأت في الارتفاع التدريجي من (1,475.9) مليون دينار إلى (2,846.85) مليون دينار، حيث يرجع ذلك إلى تحسن الأوضاع الاقتصادية، التي تعود إلى الرواج الاقتصادي في هذه الفترة في دول الخليج جراء ارتفاع أسعار النفط، الأمر الذي انعكس بالارتفاع في حوالات العاملين الأردنيين في الخارج.

جدول رقم:(2)

مؤشر القيمة السوقية للأسهم للفترة (1979–2008)

السنة	القيمة السوقية الحقيقية (مليون دينار)	معدل نمو القيمة السوقية الحقيقية%
1979	1,475.89	-
1980	1,702.20	15.33
1981	2,166.18	27.25
1982	2,846.85	31.42
1983	3,005.70	5.57
1984	2,711.43	-9.79
1985	2,448.40	-9.70
1986	2,386.74	-2.51
1987	2,393.21	0.27
1988	2,583.29	7.94
1989	2,733.37	5.80
1990	2,465.17	-9.81
1991	2,423.82	-1.67
1992	3,055.03	26.04
1993	4,240.84	38.81
1994	4,908.19	15.73
1995	4,788.22	-2.44
1996	4,624.66	-3.41
1997	4,640.97	0.35
1998	4,932.84	6.28
1999	5,011.71	1.59
2000	4,594.17	-8.33
2001	4,731.64	2.99
2002	5,533.61	16.94
2003	7,289.97	31.74
2004	11,555.75	58.51
2005	21,338.88	84.66
2006	24,708.67	15.79
2007	24,490.50	-0.88
2008	24,599.44	0.44
2009	20,153.08	-18.07
2009-1979		10.9

ملحوظة: تم حساب القيمة السوقية الحقيقية ومعدل نمو القيمة السوقية الحقيقية من قبل الباحثة، بناءً على البيانات المنشورة على الموقع الالكتروني لبورصة عمان.

القيمة السوقية الحقيقية = 0,5 [(القيمة السوقية للسنة t/ الرقم القياسي لأسعار المستهلك للسنة t) + (القيمة السوقية للسنة t-1/ الرقم القياسي لأسعار المستهلك للسنة t-1)] × 100، مع العلم أن سنة 2006 هي سنة الأساس.

وفي الفترة (1983–1986) انخفضت القيمة السوقية من (3,005.7) مليون دينار إلى (2,386.74) مليون دينار، حيث تميزت بمعدلات نمو سالبة بلغت: (9.8%–)، (9.7%–)، (2.5%–) خلال السنوات 1984، 1985، 1986 على التوالي، ونتج ذلك عن انعكاس أحداث الحرب العراقية الإيرانية وأحداث لبنان، وانخفاض أسعار النفط مما أدى إلى انخفاض حجم المساعدات المالية العربية وحوالات الأردنيين العاملين في الخارج. أما في الفترة (1987–1989) تميزت القيمة السوقية بمعدلات نمو موجبة بلغت (0.3%)، (7.9%) و(5.8%)، حيث ما يميز هذه الفترة هو ارتفاع الرقم القياسي لأسعار الأسهم الذي كان نتيجة إلى النمو في حركة التعامل في السوق نتيجة الإجراءات الاقتصادية، والنقدية، والمالية التي اتخذتها الحكومة الأردنية خلال هذه الفترة، والتي هدفت إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي، وإعادة التوازن لموازنة الدولة، وميزان مدفوعاتها، والتوجه نحو زيادة الادخار، والاستثمار في مختلف القطاعات الاقتصادية، بالإضافة إلى انهيار قيمة الدينار التي نتجت عن إقبال المستثمرين على اقتناء العملات الأجنبية إلى حد بلغت فيه أسعارها مستويات من الارتفاع مبالغ فيها، مما حفز المستثمر الأردني على الاستثمار في الأوراق المالية (تقريري سوق عمان المالي 1988، 1989). ثم انخفضت القيمة السوقية سنتي 1990 و1991، حيث تميزت بمعدلات نمو سالبة بلغت (9.8%-) و(1.7%-) على التوالي، ويعود ذلك إلى انعكاسات حرب الخليج الثانية على المساعدات العربية وحوالات العاملين في الخارج.

أما في الفترة (1992-1994)، عاودت القيمة السوقية الارتفاع بمعدلات نمو موجبة، وهذا نظرا لارتفاع حجم الاستثمارات بفضل ارتفاع حجم السيولة الناتجة عن عودة العاملين الأردنيين من دول الخليج، وزيادة حجم الإصدارات الجديدة للأسهم، كما يعود هذا الارتفاع إلى التزام الحكومة بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، حيث استمرت في تبني السياسات النقدية والإئتمانية الرامية إلى المحافظة على الاستقرار النقدي، والسياسات المالية التي تركز على زيادة اعتماد الاقتصاد على الذات. أما في سنتي 1995 و1996، نلاحظ انخفاض في القيمة السوقية، حيث أخذت معدلات نمو سالبة بلغت: (2.4%) و(3.4%)، ويرجع ذلك إلى اغتيال رابين سنة 1995، وتدهور

عملية السلام، وتراجع معدلات الاستثمار نظرا لحالة عدم التأكد في ضل هذه الظروف. ثم عاودت القيمة السوقية الارتفاع خلال الفترة (1997–1999) بمعدلات نمو موجبة بلغت (0.3%)، (6.3%) و(1.6%) على الترتيب، ويرجع ذلك إلى توقيع اتفاقية الشراكة الأوروبية، بالإضافة الى قانون الأوراق المالية لسنة 1997، وقانون الشركات، وإزالة القيود التي كانت مفروضة على الاستثمار الأجنبي في سوق عمان المالي. ثم عادت للانخفاض سنة 2000 بمعدل (8.3%)، وهذا بسبب العدوان الإسرائيلي على الأراضي الفلسطينية.

ثم اتخذت القيمة السوقية اتجاه صعودي خلال الفترة (2001–2006)، حيث حققت أعلى معدل نمو لها منذ نشأة السوق المالي قدر ب: (84.7%) سنة 2005، ويعود ذلك إلى برامج الخصخصة لبعض الشركات الحكومية، والتوسيع في مجالات الاستثمار، بالإضافة إلى النتائج الإيجابية لقانون الأوراق المالية لسنة 2002، وما نتج عنه من تطبيق الأنظمة الإلكترونية بما في ذلك أنظمة التداول، والتسوية، والتقاص الإلكترونية .

ثم عادت للانخفاض سنة 2007، بسبب الحركة التصحيحية التي شهدها السوق المالي بمعدل (0.9%)، لتعاود الارتفاع بشكل طفيف بمعدل (0.4%) سنة 2008، إلا أنه في سنة 2009 شهدت انخفاض ملحوظ بمعدل (18%)، ويعتبر أكبر معدل نمو سلبي شهده السوق المالي في نمو القيمة السوقية منذ نشأته، ويرجع السبب في ذلك إلى آثار الأزمة المالية العالمية على سوق عمان المالي.

3- مؤشر معدل دوران الأسهم (Turnover Ratio)

هو يعادل القيمة الكلية للأسهم المحلية المتداولة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية، وهو يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، حيث يستخدم معدل دوران السهم المرتفع كمؤشر إلى كثافة التداول في سوق الأوراق المالية، وإلى أن تكاليف اتمام الصفقات منخفضة. وجدير بالذكر أن القيمة السوقية العالية لا تعني بالضرورة أن سيولة السوق مرتفعة، ولذلك فإننا نحتاج إلى مؤشري حجم التداول، ومعدل دوران السهم لقياس السيولة، حيث كلما ارتفع معدل دوران السهم كلما دل على ارتفاع السيولة في سوق الأوراق المالية، واقتراب أسعار الأسهم من السعر العادل،

وكلما انخفض معدل الدوران، كلما دل على انخفاض السيولة في سوق الأوراق المالية، وابتعاد أسعار الأسهم عن السعر العادل (ضو، 2000).

يظهر من الجدول رقم (3) أن معدل الدوران الأسهم أبدى تقدما ملحوظا في فترات مختلفة، إلا أنه تراجع في فترات أخرى. حيث بلغ (4.3%) سنة 1979 ليصل الى (40.3%) سنة 2009، وبلغ متوسط معدل الدوران خلال فترة الدراسة (23.6%).

تشير بيانات الجدول إلى أن معدل الدوران شهد نشاطا ملحوظا في التداول خلال الفترة (1979-1982)، حيث بلغ (4.3%) سنة 1979 ليصل إلى (13.75%) سنة 1982، ويعود ذلك إلى تحسن الأوضاع الاقتصادية، والإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية فضلا عن التغير النوعي الذي حدث في السوق في تلك الفترة، الأمر الذي جعله يحتل مكانا أكثر أهمية في النشاطات الاقتصادية المحلية، مما سبب زيادة في كثافة التداول على المستوى الكلي للسوق، غير أن معدل الدوران بدأ في الانخفاض سنة 1983، ليظهر ذلك جليا في سنة 1984، حيث بلغ (6%)، وذلك بسبب الانخفاض الشديد في حجم التداول في هذه السنة، ويرجع ذلك إلى انخفاض أسعار البترول، وإلى سوء الأوضاع السياسية في كل من إيران، والعراق ولبنان، الأمر الذي كان له أثر كبير على معدل الدوران في السوق، إلا أن معدل الدوران شهد ارتفاعا خلال الفترة (1985–1987)، حيث ارتفع من (7.2%) سنة 1985 إلى (16.2%) سنة 1987، ثم عاد للانخفاض خلال الفترة (1988–1990) ما عدا سنة 1989 ارتفع إلى (29.36%)، ويرجع ذلك إلى الإجراءات الاقتصادية والمالية والنقدية التي اتخذتها الحكومة في ذلك الوقت كما أسلفنا. ثم عاود الانخفاض سنة 1990 إلى (19.8%) وهذا بسبب انعكاسات أزمة الخليج، حيث شهد انخفاض في حجم التداول في جميع القطاعات وبالأخص قطاع الصناعة.

جدول رقم:(3)

مؤشر معدل دوران الأسهم للفترة (1979-2009)

السنة	حجم التداول الحقيقي (مليون دينار)	القيمة السوقية الحقيقية (مليون دينار)	معدل الدوران
1979	64	1475.89	4.33
1980	148.76	1702.20	8.73
1981	247.65	2166.18	11.43
1982	391.69	2846.85	13.75
1983	406.96	3005.70	13.53
1984	163.38	2711.43	6.02
1985	177.70	2448.40	7.25
1986	182.46	2386.74	7.64
1987	389.40	2393.21	16.27
1988	337.45	2583.29	13.06
1989	802.57	2733.37	29.36
1990	487.98	2465.17	19.79
1991	491.20	2423.82	20.26
1992	1357.23	3055.03	44.42
1993	1430.73	4240.84	33.73
1994	706.73	4908.19	14.39
1995	581.06	4788.22	12.13
1996	330.11	4624.66	7.13
1997	450.52	4640.97	9.70
1998	571.53	4932.84	11.58
1999	470.65	5011.71	9.39
2000	402.06	4594.17	8.75
2001	793.17	4731.64	16.76
2002	1106.89	5533.61	20
2003	2117.77	7289.97	29.05
2004	4226.46	11555.75	36.57
2005	18238.97	21338.88	85.47
2006	14641.80	24708.67	59.25
2007	12064.58	24490.50	49.26
2008	18141.08	24599.44	73.74
2009	8128.93	20153.08	40.33
2009-1979			23.65

ملحوظة: تم حساب معدل الدوران من قبل الباحثة.

معدل الدوران= (حجم التداول الحقيقي/ القيمة السوقية الحقيقية) × 100.

ثم عاد للارتفاع سنتي 1991 و1992 ليصل إلى (20.2%) و(44.4%)، وهذا نتيجة لحركة التداول الشديدة على جميع القطاعات، ويعود ذلك إلى أسباب ارتفاع حجم التداول والقيمة السوقية سالفة الذكر، مع العلم بأن معدل نمو حجم التداول كان أكبر من معدل نمو القيمة السوقية في هاتين السنتين.

بدأ سوق عمان المالي يبدي تراجعا خلال الفترة (1993-1996)، ليصل معدل الدوران إلى أدنى قيمة له في الفترة ما بعد التسعينات حيث بلغ (7.1%) سنة 1996، ويرجع هذا الانخفاض إلى انخفاض كل من حجم التداول والقيمة السوقية للأسباب سالفة الذكر، مما قلل من نشاط السوق. ولكن سرعان ما عاود الارتفاع خلال سنتي 1997 و1998 حيث أخذ القيم التالية (9.2%)، (11.5%)، ويعود ذلك إلى ارتفاع معدل نمو حجم التداول بمعدل أكبر من معدل نمو القيمة السوقية. إلا أنه ما لبث معدل الدوران ليعود ويتراجع في قيمته خلال سنتي 1999 و2000 إلى (9.3%) و(8.7%). ثم اتخذ اتجاه صعودي بشكل تدريجي خلال الفترة (2001-2005) حيث شهد أقصى قيمة له في تاريخ سوق عمان المالي قدرت ب: (85.5%) سنة 2005، ويعود ذلك إلى ارتفاع حجم التداول بمعدل نمو أكبر من معدل نمو القيمة السوقية. ثم عاود الانخفاض سنتي 2006 و2007 حيث بلغ (59.3%) و(49.2%) على التوالي، بسبب الحركة التصحيحية في البورصة خلال هذه الفترة، ثم ارتفع إلى (73.7%) سنة 2008 بسبب إقبال المستثمرين على شراء الأسهم التي انخفضت أسعارها، إلا أنه في السنة الأخيرة 2009 شهد انخفاضا ملحوظا حيث بلغ (40.3%)، بعد أن كان (73.7%) سنة 2008 ويرجع ذلك إلى انخفاض كل من حجم التداول والقيمة السوقية بسبب تخوف المستثمرين، على إثر تداعيات الأزمة المالية العالمية التي أدت إلى تعطيل نشاط السوق المالي.

3-2 تطور الجهاز المصرفي في الأردن

شهد الجهاز المصرفي الأردني تطورا شاملا حيث انتقل هذا الجهاز بعدة مراحل من التطور التشريعي والمؤسسي، من جهاز محدود في عدد البنوك وتنوعها ومواردها، إلى جهاز متطور يشمل عددا كبيرا من البنوك المرخصة، تحت تصرفها موارد مالية

كبيرة في حجمها نسبيا، و لم يقتصر تطور الجهاز المصرفي على النمو الكمي فقط، بل تعداه إلى النمو النوعي كذلك.

3-2-1 هيكل الجهاز المصرفي في الأردن

يحتل الجهاز المصرفي في الأردن المرتبة الأولى من حيث الوزن النسبي في القطاع المالي ويشتمل على:

1 - البنك المركزي

بدأ عمله في 1964/10/1 بناءً على توصية البنك الدولي عام 1955، ليخلف مجلس النقد الأردني الذي كان قد أسس عام 1950، وتملك الحكومة الأردنية كامل رأس مال البنك المركزي الأردني والذي تم زيادته على مراحل، ورغم ذلك فإن البنك المركزي الأردني يتمتع وفق أحكام قانونه بشخصية اعتبارية مستقلة، حيث يصبو إلى المحافظة على الاستقرار النقدي، وضمان قابلية تحويل الدينار الأردني، وتشجيع النمو الاقتصادي المطرد في الأردن (البنك المركزي، التقرير السنوي 1986).

2 -البنوك المرخصة

تشتمل البنوك المرخصة على البنوك الأردنية (بنوك تجارية وبنوك استثمار وبنوك إسلامية)، والبنوك الأجنبية (غير الأردنية) العاملة في المملكة، حيث بلغ عدد البنوك المرخصة 24 بنكا منها ثلاث بنوك إسلامية، و8 فروع لبنوك أجنبية (تقرير جمعية البنوك في الأردن، 2009)، وجدير بالذكر أنه قد تم منح ترخيص لبنكي الراجحي وبنك أبوظبي لمزاولة نشاطهما في الأردن، وبهذا يرتفع عدد البنوك إلى (26) بنك.

أ- البنوك الأردنية وتتكون من:

أ-1 البنوك التجارية وبنوك الاستثمار

وتضم 13 بنكا هي : البنك العربي، البنك الأهلي الأردني، بنك الأردن، بنك القاهرة عمان، بنك الإسكان للتجارة والتمويل، البنك الأردني الكويتي، البنك التجاري الأردني، بنك سوسيته جنرال/ الأردن (Societe Generale bank of Jordan)، بنك الاتحاد، بنك المال الأردني، بنك المؤسسة العربية المصرفية، البنك الاستثماري، بنك الاستثمار العربي الأردني.

أ-2 البنوك الإسلامية

وتشتمل على ثلاث بنوك وهي البنك الإسلامي الأردني والبنك العربي الإسلامي الدولي وبنك دبي الإسلامي.

ب- البنوك الأجنبية

وهي تشمل على ثمانية بنوك هي: البنك البريطاني للشرق الأوسط (HSBC)، البنك العقاري المصري العربي، بنك الرافدين، بنك الكويت الوطني، وسيتي بنك، بنك عودة، بنك لبنان والمهجر، وبنك ستاندرد تشارترد.

3-2-2 مؤشرات تطور الجهاز المصرفي

1 عرض النقد (Money Supply)

يعرف عرض النقد بالمفهوم الضيق بأنه يمثل النقد خارج الجهاز المصرفي والمتداول بين الجمهور، بالإضافة إلى الودائع الجارية (تحت الطلب) بالدينار الأردني للقطاع الخاص (مقيم)، والمؤسسات المالية غير المصرفية، والمؤسسات العامة، مضافا إليه ودائع المؤسسات المصرفية الأخرى تحت الطلب بالدينار الأردني لدى البنك المركزي فقط.

أما عرض النقد بالمفهوم الواسع، فيعرف بأنه يشمل عرض النقد بالمفهوم الضيق، بالإضافة إلى شبه النقد الذي يشمل ودائع تحت الطلب بالعملة الأجنبية، وودائع التوفير ولأجل، سواء كانت بالدينار أو بالعملة الأجنبية لدى الجهاز المصرفي لكل من القطاع الخاص (مقيم)، والمؤسسات المالية، والمؤسسات العامة.

يعتبر مؤشر عرض النقد بالمفهوم الواسع أحد مؤشرات السيولة المحلية، وكمؤشر لحجم الوساطة المالية، حيث يعطينا فكرة عن حجم التعميق المالي للجهاز المصرفي، من الجدول رقم (4) نلاحظ أن عرض النقد الحقيقي عرف ارتفاعا خلال فترة الدراسة، إلا في بعض السنوات كان فيه انخفاض طفيف، حيث بلغ (2,777.4) مليون دينار أردني سنة 1979 ليصل إلى (16,115.9) مليون دينار سنة 2009، حيث بلغ

جدول رقم : (4)

مؤشر عرض النقد للفترة (1979-2009)

السنة	عرض النقد الحقيقي (مليون دينار)	معدل نمو عرض النقد الحقيقي%
1979	2,777.40	-
1980	3,144.75	13.22
1981	3,547.47	12.80
1982	3,936.69	10.97
1983	4,338.30	10.20
1984	4,643.81	7.04
1985	4,835.63	4.13
1986	5,180.05	7.12
1987	5,841.00	12.75
1988	6,380.92	9.24
1989	6,172.44	-3.26
1990	5,550.17	-10.08
1991	5,537.09	-0.23
1992	6,047.66	9.22
1993	6,405.02	5.90
1994	6,652.28	3.86
1995	6,934.11	4.23
1996	6,869.26	-0.93
1997	6,815.68	-0.78
1998	7,137.67	4.72
1999	7,717.12	8.11
2000	8,516.73	10.36
2001	9,073.59	6.53
2002	9,482.59	4.50
2003	10,202.73	7.59
2004	11,156.67	9.34
2005	12,384.46	11.00
2006	13,624.46	10.01
2007	14,507.95	6.48
2008	15,124.60	4.25
2009	16,115.93	6.55
2009-1979		6.16

ملحوظة: تم حساب عرض النقد الحقيقي ومعدل نمو عرض النقد الحقيقي من قبل الباحثة، بناءً على البيانات المنشورة على الموقع الالكتروني للبنك المركزي الأردني.

عرض النقد الحقيقي= 0,5 [(عرض النقد للسنة t/ الرقم القياسي لأسعار المستهلك للسنة t) + (عرض النقد للسنة t-1/ الرقم القياسي لأسعار المستهلك للسنة t-1)] × 100، مع العلم أن سنة 2006 هي سنة الأساس.

أقصى معدل نمو له سنة 2005 بقيمة (11%) وبلغ متوسط معدل نمو عرض النقد خلال فترة الدراسة (6.1%).

من الجدول رقم (4) نلاحظ أن عرض النقد خلال الفترة (1979–1988) عرف معدلات نمو موجبة، حيث نلاحظ أن معدل النمو في عرض النقد عرف نموا متناقصا خلال الفترة (1980–1985)، ويرجع ذلك التناقص إلى السياسة النقدية الإنكماشية المشددة التي انتهجها البنك المركزي والتي كانت إلى غاية 1982، على إثر الضغوط التضخمية التي نتجت عن فترة الرواج التي عرفها الاقتصاد الأردني خلال فترة السبعينات إلى أوائل الثمانينات من القرن الماضي، أما سنة 1983 فكان هناك انخفاض في أسعار البترول، الأمر الذي أدى إلى انخفاض حوالات العاملين بالخارج، وظهر ذلك في انخفاض معدل نمو عرض النقد من (10.2%) سنة 1983 إلى (7%) و(4,1%) سنتي 1984، 1985.

أما خلال الفترة (1986–1988) فقد عرف عرض النقد ارتفاعا من (5,180) مليون دينار سنة 1986 إلى (6,380.9) مليون دينار سنة 1988، في حين بلغ أقصى معدل نمو له خلال هذه الفترة (12.7%) سنة 1987، ويعود السبب في ذلك إلى استمرار معاناة الاقتصاد الأردني من الأوضاع الصعبة التي خلقتها الأوضاع الاقتصادية في المنطقة العربية، والركود الاقتصادي العالمي، الذي سبب عجز داخلي وخارجي، مما أدى بالسياسة العامة للتوجه إلى التمويل بالاقتراض الخارجي، والتمويل الداخلي المتمثل في التمويل بالعجز، حيث لجأت الحكومة خلال تلك الفترة إلى الاقتراض من البنك المركزي لتعويض النقص الحاصل في مواردها الخارجية، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع عرض النقد خلال هذه الفترة (زغلول، 1996).

كما أن هناك انخفاض في عرض النقد خلال السنوات 1989، 1990، 1991 حيث أخذ معدلات نمو سالبة بلغت (3.3%–)، (10%–)، (0.2%–) على التوالي، ويعود ذلك إلى أن الاقتراض المتواصل من قبل الحكومة أدى إلى نضوب احتياطات البنك المركزي من العملات الأجنبية في نهاية 1988، حيث توقف كليا عن دفع مستحقات ديونه الخارجية، وبذلك انخفض سعر صرف الدينار الأردني أمام العملات الأجنبية، مما أدى إلى التجاء الأردن إلى طلب المساعدة الفنية، والمالية من صندوق

النقد الدولي لتصميم برنامج تصحيحي شامل لتصحيح الاختلالات الهيكلية، واستجاب صندوق النقد الدولي لذلك وتم التوقيع على برنامج التصحيح الاقتصادي الأول (1989-1993)، الذي من خلاله قام البنك المركزي بضبط التوسع النقدي والحد من الضغوط التضخمية، وذلك برفع الحد الأدنى لمتطلبات الاحتياطي الإلزامي على كافة الودائع بالدينار الأردني لدى البنوك التجارية من (9%) إلى (11%) سنة 1989، كما تم إلزام البنوك والشركات المالية بالإحتفاظ لدى البنك المركزي بما نسبته (35%) من ودائع المقيمين وغير المقيمين بالعملة الأجنبية كاحتياطي نقدي إلزامي، على شكل ودائع لأجل تتقاضى فوائد تعادل الفوائد التي تتقاضاها على ودائعها بالخارج، وقد اتخذ هذا الإجراء من أجل تعزيز وضع احتياطات البنك المركزي من العملات الأجنبية، وضمانا لأموال المودعين بهذه العملات، كما قام بتقييد حجم الائتمان المقدم للقطاعين العام والخاص بسقوف صلبة مرتبطة بمعدلات النمو (زغلول، 1996).

وقد حقق الاقتصاد الأردني تقدما ملحوظا في ذلك، إلا أنه وبسبب اندلاع حرب الخليج، وما نتج عنها من عودة الأردنيين العاملين في الخارج، أثر ذلك على معدل نمو عرض النقد بالزيادة ما أدى إلى تفاقم مشكلة التضخم، وظهر ذلك جليا في سنة 1992 حيث بلغ معدل نمو عرض النقد (9.2%) بعد أن كان (0.2%-) سنة 1991، ومع توقف المساعدات الخارجية توقف العمل بالبرنامج، مما دفع الحكومة الأردنية إلى الاتصال بصندوق النقد الدولي والبنك الدولي لصياغة برنامج تكيف وإصلاح جديد يبدأ تطبيقه في عام 1992 إلى غاية 1998.

تم تطبيق تعاليم برنامج التكيف (1992-1998) والتي من أبرزها اتباع البنك المركزي لسياسة نقدية انكماشية، حيث وضع سقف لنمو عرض النقد الإسمي بحيث لا يتجاوز (9%) وذلك لمواجهة الضغوطات التضخمية، وتخفيض معدل التسهيلات الإئتمانية للحكومة، وزيادتها بالنسبة للقطاع الخاص لتشجيع الاستثمار، كما أن البنك المركزي في هذه الفترة أصبح يعتمد أسلوب الإدارة غير المباشرة، حيث ترجع أولى الخطوات عندما قام بتعويم أسعار الفائدة على الودائع سنة 1988، ثم تعويم أسعار الفائدة على القروض سنة 1990، واستكمالا لذلك قام بإصدار شهادات الإيداع سنة

1993، التي من خلالها أصبح يعتمد بشكل رئيسي على عمليات السوق المفتوحة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

على إثر كل هذه السياسات المنتهجة تميز عرض النقد بمعدلات نمو موجبة لكن متناقصة، وكان هذا إلى غاية سنة 1996، حيث عرف في هذه السنة والسنة التي تليها معدلات نمو سالبة بلغت (0.9%-) و(0.7%-)، حيث أن أهم ما ميز هاتين السنتين هو قرار البنك برفع معدل كفاية رأس المال المرجح بالمخاطر إلى (10%) بدلا من (8%) سنة 1996، بالإضافة إلى أنه في سنة 1997 تم رفع قيمة الاحتياطي الإلزامي بالدينار على بنوك الاستثمار من (9%) إلى (14%)، لتتساوى مع النسبة المطبقة على البنوك التجارية، ولتحقق بذلك تنافسية متكافئة بين جميع البنوك، كما تم رفع الحد الأدنى لرؤوس أموال البنوك إلى (20) مليون دينار، كل هذا أدى إلى انخفاض ملحوظ في عرض النقد (فريز، 2003).

نلاحظ من الجدول (4) أنه خلال الفترة (1999-2009) عرف عرض النقد معدلات نمو موجبة، ففي ضوء المستوى المريح الذي وصلت إليه احتياطات البنك المركزي من العملات الأجنبية، والنجاح الذي حققته السياسة النقدية في كبح الضغوط التضخمية، وإعادة الاستقرار لسعر صرف الدينار، وبالتالي إعادة الثقة في البيئة الاستثمارية في الأردن، أضفى البنك المركزي خلال الفترة (1999-2004)، طابعا من التخفيف الواضح على سياسته النقدية وذلك من خلال تطبيق البرنامج الثالث (1999-2001)، والبرنامج الرابع (2002-2004)، وذلك بهدف توفير مستوى السيولة الملائم لتمويل النشاط الاقتصادي، وبالتالي المساهمة في دفع وتيرة النمو الاقتصادي، وتحقيقا لهذه الغاية اتجه البنك المركزي نحو إحداث تخفيضات تدريجية على أسعار الفائدة الدائنة والمدينة في السوق المصرفي (البنك المركزي، التقريرين السنويين 2003، 2004)، واستمر الارتفاع في العرض النقدي إلى غاية 2009 حيث بلغ معدل النمو أقصاه سنة 2005 عندما بلغ (11%) حيث شهدت أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي ارتفاعا، الأمر الذي أدى بالبنك المركزي إلى رفع أسعار الفائدة على كافة أدوات سياسته النقدية، وهذا انعكس على أسعار الفائدة لدى البنوك المرخصة، حيث ارتفعت أسعار الفائدة على الودائع مما أدى إلى زيادتها، الأمر الذي

انعكس بالارتفاع في معدل نمو عرض النقد. أما في الفترة ما بين (2006–2009) نلاحظ أن معدل نمو عرض النقد ارتفع بشكل متباطئ من (10%) سنة 2006 ليصل إلى (6,5%) سنة 2009، حيث أنه نتيجة لانخفاض أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي قام البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة على كافة أدوات سياسته النقدية، والجدير بالذكر أنه بالرغم من تخفيض البنك المركزي لأسعار الفائدة إلا أن أسعار الفائدة لدى البنوك المرخصة شهدت ارتفاعا (البنك المركزي، التقرير السنوي 2008). وتفاعلا مع تداعيات الأزمة العالمية فقد قامت الحكومة الأردنية بضمان الودائع لدى البنوك المرخصة، وبدون سقف حتى نهاية عام 2009، ومن ثم تمديد الضمان لنهاية عام 2010، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع حجم الودائع في البنوك المرخصة، حيث انعكس ذلك على معدل نمو عرض النقد بالارتفاع حيث بلغ (6.5%) سنة 2009 (تقرير جمعية البنوك في الأردن، 2009).

2 مؤشر الودائع (Deposit)

يعتبر مؤشر الودائع أحد أهم المؤشرات التي تعكس تطور الجهاز المصرفي، كما يعكس هذا المؤشر قدرة وفاعلية البنوك في جذب الودائع، ونلاحظ من الجدول رقم (5) أن الاتجاه العام لهذا المؤشر كان التزايد خلال فترة الدراسة، حيث بلغ (2,094.07) مليون دينار سنة 1979 ليصل إلى (16,1151.73) مليون دينار سنة 2009، وبلغ متوسط معدل نموها خلال فترة الدراسة (7.3%).

نلاحظ من الجدول (5) أن الودائع ارتفعت خلال الفترة (1979–1988) حيث أخذت معدلات نمو موجبة، ارتفعت بمعدل تباطئي من (19.5%) سنة 1980 إلى (6.2%) سنة 1988، ويعود ذلك إلى التغيرات في أسعار الفائدة على الودائع التي عرفت تغيرات خلال هذه الفترة، حيث شهدت ارتفاع في أسعار الفائدة خلال الفترة (1982–1985) على كل من الودائع تحت الطلب وودائع التوفير ولأجل، حيث

جدول رقم:(5)

مؤشر إجمالي الودائع للفترة (1979–2008)

معدل نمو الودائع الحقيقية	قيمة الودائع الحقيقية (مليون دينار)	السنة
19.52	2,094.07	1979
16.92	2,502.98	1980
11.79	2,926.68	1981
12.72	3,271.92	1982
11.96	3,688.12	1983
7.98	4,129.55	1984
8.69	4,459.26	1985
10.85	4,847.11	1986
6.23	5,373.14	1987
-4.29	5,708.23	1988
-12.03	5,463.20	1989
11.72	4,805.93	1990
24.83	5,369.37	1991
6.74	6,702.67	1992
3.01	7,154.99	1993
5.15	7,370.53	1994
0.94	7,750.33	1995
0.29	7,823.27	1996
3.49	7,846.23	1997
6.49	8,120.55	1998
9.21	8,647.63	1999
6.40	9,444.36	2000
4.81	10,049	2001
4.76	10,532.75	2002
8.62	11,034.68	2003
11.21	11,986.96	2004
7.01	13,331.83	2005
4.65	14,266.89	2006
1.94	14,931.15	2007
6.10	15,222.20	2008
19.52	16,151.73	2009
7.3		2009-1979

ملحوظة: تم حساب قيمة الودائع الحقيقية ومعدل نمو قيمة الودائع الحقيقية من قبل الباحثة، بناءً على البيانات المنشورة على الموقع الالكتروني للبنك المركزي الأردني.

قيمة الودائع الحقيقية= 0.5 [(إجمالي الودائع للسنة t/ الرقم القياسي لأسعار المستهلك للسنة t) + (إجمالي الودائع للسنة t-1/الرقم القياسي لأسعار المستهلك للسنة t-1)] × 100، مع العلم أن سنة 2006 هي سنة الأساس.

كانت (2%)، (5%)، (6%) سنة 1981، لتصل إلى (4%)، (7%)، (8.5%) على الترتيب سنة 1985 (الملحق: أ)، ثم واصلت الودائع الارتفاع رغم انخفاض أسعار الفائدة سنتي 1986 و1987، لنأتي إلى سنة 1988 حين تم تحرير أسعار الفائدة على الودائع، بحيث انعكس ذلك بالإيجاب على حجم الودائع حيث بلغ معدل نموها (6.2%) سنة 1988، ثم انخفضت الودائع سنتي 1989 و1990 بمعدلات نمو سالبة بلغت (4.3%-) و(12%-) على التوالي، حيث يرجع ذلك إلى تطبيق برنامج التصحيح الاقتصادي، الذي انبثق عنه إلزام البنك المركزي البنوك بالإحتفاظ لديه بما نسبته (35%) من ودائع المقيمين وغير المقيمين بالعملة الأجنبية، كاحتياطي نقدي إلزامي، على شكل ودائع لأجل تتقاضى فوائد تعادل الفوائد التي تتقاضاها على ودائعها بالخارج (زغلول، 1996)، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الودائع لدى البنوك المرخصة، لكن سرعان ما عاودت الارتفاع، وكان ذلك بسبب عودة العاملين من دول الخليج على إثر حرب الخليج، ويظهر ذلك من خلال ارتفاع معدل نمو الودائع إلى (11.7%) و(24.8%) سنتي 1991 و1992 على التوالي بعد أن كان (12%-) سنة 1990، واستمرت قيمة الودائع في الارتفاع إلى غاية 2005، حيث بلغت أقصى معدل نمو لها بلغ (11.2%)، حيث يعود ذلك إلى إنشاء مؤسسة ضمان الودائع سنة 2000، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الفائدة لدى البنوك المرخصة على الودائع، وبالضبط أسعار فائدة الودائع لأجل حيث ارتفعت من (2.4%) سنة 2004 إلى (3.5%) سنة 2005، الأمر الذي أدى إلى حشد ودائع أكبر خلال هذه السنة، إلا أنه خلال هذه السنوات 2006، 2007، 2008 نلاحظ ارتفاع في قيمة الودائع لكن بمعدل تباطئي. والجدير بالذكر أنه رغم تداعيات الأزمة المالية العالمية إلا أن حجم الودائع استمر في الارتفاع، ويعود ذلك إلى قيام الحكومة بضمان الودائع وبدون سقف خلال 2009 ومددت ذلك إلى 2010، الأمر الذي طمأن المودعين مما زاد من إيداعهم حيث ارتفع معدل نمو الودائع من (1.9%) سنة 2008 إلى (6.1%) سنة 2009 (تقرير جمعية البنوك في الأردن، 2009).

والجدير بالذكر ومما يلاحظ على طبيعة الودائع في الأردن، أن نسبة إجمالي الودائع لأجل والتوفير إلى إجمالي الودائع هي أكبر من نسبة إجمالي الودائع تحت الطلب إلى إجمالي الودائع، حيث بلغ متوسط نسبة إجمالي الودائع لأجل والتوفير إلى إجمالي الودائع خلال فترة الدراسة (70.7%)، في حين بلغ متوسط نسبة الودائع تحت الطلب إلى إجمالي الودائع (20.3%) (الملحق ب)، وهذا يدل على قوة البنوك في حشد المدخرات.

3- مؤشر الإئتمان المحلي (Domestic Credit)

تشكل القروض أحد أهم بنود توظيف الأموال لدى الجهاز المصرفي. وتعد من البنود الرئيسية التي تحقق إيرادات لهذه المصارف. لذا فإن البنوك تحرص على بذل كل الجهود للتأكد من سياساتها الإئتمانية، وفاعلية تحصيل الأقساط المستحقة، بهدف ضمان استرداد كامل قيمة القروض التي منحتها، بالإضافة إلى الفوائد المتفق عليها.

يعتبر مؤشر الإئتمان المحلي أحد المؤشرات التي تعكس التعميق المالي، حيث تعتبر من أهم مقاييس الوساطة المالية التي تعكس دور الجهاز المصرفي، وأهميته في تمويل النشاط الاقتصادي، كما يمكن الاسترشاد به في معرفة مدى الاستقرار النقدي في الاقتصاد.

يتكون الإئتمان المحلي الممنوح من قبل الجهاز المصرفي من الإئتمان الممنوح من قبل البنك المركزي، والإئتمان الممنوح من قبل البنوك المرخصة، ويعرف الإئتمان المحلي وفقا للبنك المركزي الأردني بأنه يمثل المطلوبات من المؤسسات العامة، والقطاع الخاص، والمؤسسات المالية بالإضافة إلى صافي المطلوبات من الحكومة، لصالح الجهاز المصرفي (البنك المركزي، التقرير السنوي 2001)، وبمعنى آخر الديون والالتزامات المترتبة على تلك القطاعات للجهاز المصرفي، حيث تعرف الديون حسب القطاعات وفقا للبنك المركزي الأردني كما يلي:

1 –الديون على القطاع الخاص (مقيم)

تشمل على التسهيلات المباشرة الممنوحة من قبل البنوك المرخصة للقطاع الخاص، وقروض الإسكان لموظفي البنك المركزي، بالإضافة إلى استثمارات البنوك المرخصة في أسهم الشركات، وأسناد القرض الصادرة عن القطاع الخاص.

2 -الديون على القطاع العام

وتشمل الديون على المؤسسات العامة، وصافي الديون على الحكومة المركزية الذي يساوي الديون على الحكومة المركزية مطروحا منها الودائع الحكومية، حيث أن الديون على الحكومة المركزية تساوي التسهيلات الإئتمانية المباشرة الممنوحة للحكومة من الجهاز المصرفي، مضافا لها استثمارات الجهاز المصرفي في السندات، والأذونات الحكومية، والمساهمة في المؤسسات المالية الدولية.

3 -الديون على المؤسسات المالية.

كل هذه البنود (الديون على القطاع الخاص، والديون على القطاع العام، والديون على المؤسسات المالية) تحتوي على التسهيلات الإئتمانية المباشرة حيث أن هذه الأخيرة تشتمل على ثلاثة أنواع رئيسية هي:

1 -حساب جاري المدين: وهو أكثر الأنواع شيوعا في الأردن، حيث يمكن أن يكون هذا الحساب دائن أو مدين بين طرفي الإتفاق (البنك وصاحب الحساب)، يتفق عادة على تحديد سقف أعلى للحساب الجاري مدين يكون فيه العميل مدين اتجاه البنك، من الناحية العملية فإن الجاري مدين ينتقل من تسهيل قصير الأجل يمنح من أجل تمويل الإحتياجات الطارئة للعميل، وينتهي بانتهاء الغرض منه إلى تمويل طويل الأجل، حيث يتم تجديد الحساب الجاري مدين عند الإستحقاق دوريا (االزيدانين، 1999).

2 -القروض والسلف: يمنح هذا النوع من القروض نقدا إلى أصحاب الدخول المحدودة عادة، وتحتسب الفائدة عليه من تاريخ تقديمه للعميل، كما ويسدد هذا القرض على أقساط محددة (الزيدانين،1999).

3 -الكمبيالات المخصومة: يتم هذا النوع عن طريق خصم الكمبيالات قبل استحقاقها سواء التجارية منها الناتجة عن عمليات البيع الآجل، أو عن طريق خصم الكمبيالات البنكية المحررة لأمر البنك والتي تكون على شكل سلف للموظفين (الزيدانين،1999).

من خلال (الملحق: ج) الذي يبين هيكل الإئتمان المحلي خلال الفترة (1979-2009)، نلاحظ أن الديون على القطاع الخاص تأتي في المرتبة الأولى من حجم

الإئتمان المحلي من حيث الوزن النسبي بمتوسط بلغ (70.26%)، تليها بعد ذلك الديون على الحكومة في المرتبة الثانية بمتوسط بلغ (21.22%)، ثم تأتي بعد ذلك التسهيلات الممنوحة للبلديات والمؤسسات العامة بمتوسط بلغ (7.5%)، وأخيرا الديون على المؤسسات المالية بمتوسط بلغ (1.8%)، حيث أنه في ظل التخاصية أصبح الاهتمام بالقروض المقدمة للقطاع الخاص أكثر من القروض المقدمة للقطاع العام.

والاهتمام بالتخاصية والقطاع الخاص في الأردن لم يكن ترفا اقتصادياً أو محاكاة لتجارب دول أخرى، وإنما أملتها وفرضتها الدراسات والمسوحات التي أجريت على مشروعات القطاع العام، والتي أكدت نتائجها على أن درجة كبيرة من عدم الكفاءة الإدارية، والتشغيلية تسود مؤسسات، وشركات القطاع العام إضافة إلى هدر المال العام، والترهل الإداري، وتدني الخدمات التي تقدمها، وارتفاع المديونية. في حين تحقق شركات القطاع الخاص عوائد ونتائج أفضل، وتولد فرص عمل أفضل نظراً لارتفاع الكفاءة الإدارية والتشغيلية فيها (موقع بورصة عمان الإلكتروني).

نلاحظ من خلال الجدول رقم (6) أن الإئتمان المحلي في تزايد على العموم خلال فترة الدراسة (1979-2009)، ما عدا بعض السنوات التي شهد فيها معدلات نمو سالبة، حيث بلغ (2,171.97) مليون دينار سنة 1979 ليصل سنة 2009 إلى (15,002.2) مليون دينار، وبلغ متوسط معدل نموه خلال فترة الدراسة (6.91%)، في حين سجل أقصى معدل نمو سنة 2005 بمعدل (19.9%).

نلاحظ من خلال الجدول (6) أن الإئتمان المحلي عرف تزايدا خلال الفترة (1979-1985) لكن بمعدل متناقص، ثم نلاحظ تزايد في معدلات النمو خلال السنوات 1986، 1987، 1988 حيث يعود ذلك إلى ارتفاع القروض المقدمة للحكومة على إثر العجز الموازني الكبير التي مرت به الحكومة أنذاك.

جدول رقم: (6)

مؤشر الائتمان المحلي للفترة (1979-2009)

السنة	الائتمان المحلي الحقيقي (مليون دينار)	معدل نمو الائتمان المحلي %
1979	2,171.97	-
1980	2,467.74	13.61
1981	2,847.94	15.40
1982	3,319.91	16.57
1983	3,785.27	14.01
1984	4,199.00	10.93
1985	4,484.28	6.79
1986	4,835.82	7.83
1987	5,524.47	14.24
1988	6,281.24	13.69
1989	6,108.45	-2.75
1990	5,330.64	-12.73
1991	4,931.16	-7.49
1992	4,873.87	-1.16
1993	5,006.15	2.71
1994	5,305.27	5.97
1995	5,767.21	8.70
1996	5,871.51	1.80
1997	5,742.23	-2.20
1998	6,080.27	5.88
1999	6,588.20	8.35
2000	6,797.52	3.17
2001	7,158.90	5.31
2002	7,542.34	5.35
2003	7,592.13	0.66
2004	8,081.21	6.44
2005	9,690.41	19.91
2006	11,271.94	16.32
2007	12,563.19	11.45
2008	14,082.34	12.09
2009	15,002.19	6.53
2009-1979		6.91

ملحوظة: تم حساب الائتمان المحلي الحقيقي ومعدل نمو الائتمان المحلي الحقيقي من قبل الباحثة، بناءً على البيانات المنشورة على الموقع الالكتروني للبنك المركزي الأردني.

الائتمان المحلي الحقيقي= 0,5 [(الائتمان المحلي للسنة t/ الرقم القياسي لأسعار المستهلك للسنة t) + (الائتمان المحلي للسنة t-1/ الرقم القياسي لأسعار المستهلك للسنة t-1)] × 100، مع العلم أن سنة 2006 هي سنة الأساس.

أما في الفترة (1989–1992) نلاحظ انخفاض في الإئتمان المحلي، حيث سجل معدلات نمو سالبة إذ وصل إلى أقصى معدل نمو سالب سنة 1990 بلغ (12.7%–)، ويرجع ذلك إلى تطبيق برنامج التصحيح الاقتصادي الأول الذي كان يركز على تحقيق الاستقرار النقدي وذلك من خلال انتهاج سياسة نقدية إنكماشية، فبهدف تنظيم وتوجيه الإئتمان، منع البنك المركزي الأردني في سنة 1989 أية شركة مالية من تقديم تسهيلات إئتمانية مباشرة أو غير مباشرة تزيد في مجموعها عن (200) ألف دينار دون الحصول على موافقة البنك المركزي المسبقة، وفي سنة 1992، حدد البنك المركزي الأردني سقوف التسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل كل بنك مرخص بحيث لاتتجاوز عشرة أضعاف رأس المال، والاحتياطات ولا تزيد عن (90%) من إجمالي الودائع بالدينار (البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي لسنتي 1989 و1992).

أما الفترة (1993–1996) فقد شهد معدلات نمو موجبة، حيث يعود ذلك إلى ازدياد نشاط الإنشاءات بعد عودة المغتربين من دول الخليج، ومساهمة قرار تأسيس الشركة الأردنية لضمان القروض سنة 1994 في زيادة حجم التسهيلات من خلال العمل على دعم قطاع المشاريع الصغيرة والمتوسطة، كما أن البنك المركزي توجه ابتداءً من سنة 1993 إلى التدخل غير المباشر، والاعتماد بشكل رئيسي على سياسة السوق المفتوحة، وذلك من خلال طرحه لشهادات الإيداع، وفي نفس الوقت بدأ بالتخلي عن اللجوء لأدوات التحكم المباشر، حيث أنه في سنة 1994 ألغى السقف الذي يحدد حجم التسهيلات بعشرة أضعاف رأس المال والاحتياطات، كما تم في سنة 1995 إلغاء السقف الذي يحدد حجم التسهيلات الممنوحة من قبل البنوك المرخصة بما لا يزيد عن (90%) من إجمالي ودائع العملاء بالدينار (البنك المركزي الأردني، التقارير السنوية 1994، 1995)، غير أنه عرف تدنيا سنة 1997 حيث بلغ معدل نموه (2.2%–)، ويعود ذلك إلى رفع نسبة الاحتياطي النقدي الإلزامي بالدينار على بنوك الاستثمار من (9%) إلى (14%)، لتساوي النسبة المطبقة على البنوك التجارية، ولتحقق بذلك تنافسية متكافئة بين جميع البنوك المرخصة (البنك المركزي، التقرير السنوي، 1997).

وفي ضوء المستوى المريح الذي وصلت إليه احتياطات البنك المركزي من العملات الأجنبية، والنجاح الذي حققته السياسة النقدية في كبح الضغوط التضخمية، أضفى البنك المركزي الأردني خلال الفترة (1998-2009) طابعا من التخفيف الواضح على سياسته النقدية، بهدف توفير مستوى السيولة الملائم لتمويل النشاط الاقتصادي، وبالتالي المساهمة في دفع وتيرة النمو الاقتصادي، حيث سجل الإئتمان المحلي الحقيقي معدلات نمو موجبة خلال هذه الفترة، كان أقلها سنة 2003 عندما بلغ (0.6%)، حيث يعود السبب في ذلك إلى إلغاء الدعم الذي كان يمنحه البنك المركزي للصادرات الوطنية من خلال منح البنوك سلفا لتشجيع الصادرات بسعر فائدة يقل عن سعر إعادة الخصم.

ثم واصل الإئتمان المحلي الارتفاع إلى غاية سنة 2008، حيث حقق أقصى معدل نمو له سنة 2005 بلغ (19.9%)، حيث يعود ذلك إلى النمو الاقتصادي لمعظم القطاعات الاقتصادية وخاصة قطاع العقارات، والأسهم، والتجزئة، والقطاع العائلي، مما أدى إلى زيادة الطلب على الإئتمان، بالإضافة إلى زيادة التنافسية فيما بين البنوك المرخصة، مما أدى إلى زيادة إقبال هذه البنوك على منح التسهيلات الإئتمانية للمحافظة على حصتها في السوق.

أما في سنة 2009 فقد سجل الإئتمان معدل نمو إيجابي بلغ (6.5%)، لكنه انخفض إلى نصف معدل نموه في سنة 2008 الذي بلغ (12%)، ذلك بسبب التخوف من الأزمة المالية العالمية التي أثرت على جانبي الطلب والعرض، حيث انخفض الطلب الكلي مما أدى إلى انخفاض طلب الأفراد والشركات على القروض، أما من جانب العرض فتخوف البنوك من حالة عدم السداد، وسياستها التحوطية في ظل ظروف عدم التأكد على إثر تداعيات الأزمة أدى إلى انخفاض معدلات نمو القروض، وجاء هذا التخوف بالرغم من ارتفاع السيولة لدى البنوك (جمعية البنوك في الأردن، 2009).

الفصل الرابع

الجانب التطبيقي للدراسة ومناقشة النتائج والتوصيات

يتضمن هذا الفصل المنهجية المتبعة في الدراسة من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة منها، حيث سيتم توضيح النموذج المستخدم، والمتغيرات الداخلة فيه، بالإضافة إلى بيان الاختبارات والأساليب الإحصاءة التي تم استخدامها للتحقق من مصداقية النتائج.

1-4 متغيرات نموذج الدراسة:

لدراسة العلاقة بين النمو الاقتصادي وتطور كل من السوق المالي والجهاز المصرفي، فإنه لا بد من استخدام متغيرات تعكس تطور كل من السوق المالي والجهاز المصرفي وإحدى المتغيرات الأخرى المؤثرة في النمو الاقتصادي، موضحة كما يلي:

أ- متغير النمو الاقتصادي (LGDP):

تم استخدام الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ممثلا بالصيغة اللوغاريتمية، كمتغير يمثل النمو الاقتصادي، (علما بأن جميع المتغيرات في الدراسة قد مثلت بالصيغة اللوغاريتمية).

ب- متغيرات السوق المالي:

استخدمت هذه الدراسة متغيرين كمؤشرين دالين على تطور السوق المالي، أحدهما يعبر عن حجم السوق، والآخر يعبر عن سيولة السوق ومدى كفاءته، وهما:

ب-1 القيمة السوقية الحقيقية للأسهم (Market Capitalization) (LCAP):

تعبر القيمة السوقية للأسهم عن حجم السوق، وتمثل قيمة الأسهم المدرجة في سوق عمان المالي. ويتوقع أن يكون تأثيرها إيجابي على الناتج المحلي الإجمالي. ويكمن السبب في استخدام القيمة السوقية كمتغير في الدراسة، هو أن حجم السوق يرتبط إيجابا أو سلبا مع القدرة على تعبئة رأس المال، وتنويع المخاطر على نطاق الاقتصاد الكلي.

ب–2 معدل دوران الأسهم (Turnover) (LTUR):

هو مؤشر مهم يعكس حجم السيولة بالنسبة لسوق الأوراق المالية، ويساوي القيمة الكلية للأسهم المحلية المتبادلة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية، ومنه يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، ومن المتوقع وفقا للنظرية الاقتصادية أن يكون تأثيره إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي.

ج- متغيرات الجهاز المصرفي:

استخدمت الدراسة متغيرين للتعبير عن تطور الجهاز المصرفي وهما:

ج–1 عرض النقد الحقيقي (Money Supply) (LM2):

وهو عرض النقد بالمعنى الواسع (M2) الذي يشمل عرض النقد بالمعنى الضيق (النقد المتداول بالإضافة إلى الودائع تحت الطلب بالدينار الأردني لدى الجهاز المصرفي لكل من القطاع الخاص والمؤسسات المالية غير المصرفية، وودائع المؤسسات المصرفية الأخرى تحت الطلب بالدينار الأردني لدى البنك المركزي الأردني)، مضافا إليه شبه النقد. ويعتبر من أهم مؤشرات السيولة المحلية وكمؤشر لحجم الوساطة المالية. ويتوقع وفقا للنظرية الاقتصادية أن يكون تأثيره إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي.

ج–2 الإئتمان المحلي الحقيقي (Domestic Credit) (LDC):

يمثل المطلوبات من المؤسسات العامة، والقطاع الخاص، والمؤسسات المالية بالإضافة إلى صافي المطلوبات من الحكومة، لصالح الجهاز المصرفي (البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي 2001). وأهم دور له يكمن في تمويل الاستثمار، حيث أنه وفقا لنظرية المضاعف فإن التغيرات في الاستثمار لها آثار مضاعفة على الدخل، باعتبار أن الاستثمار هو أحد المكونات الأساسية للطلب الكلي، فالتغير في الاستثمار يؤدي إلى تغير أكبر في الدخل (علي والعيسى، 2004). وفقا لهذا يتوقع أن يكون تأثيره إيجابي على الناتج المحلي الإجمالي.

د- المتغيرات الأخرى:

اكتفت الدراسة باستخدام الإنفاق الحكومي الحقيقي (LGOV) كمتغير آخر مؤثر على النمو الاقتصادي، باعتباره ممثل للسياسة المالية، ذلك من خلال أن حجم النفقات

الحكومية مرتبط بنسبة التطور في الدولة، فالدولة التي تنمو وتتطور وتزداد التزاماتها مع اتساع تدخلها لخدمة الأفراد، هذا يؤدي لاحقا إلى زيادة نفقاتها، وانعكاس ذلك على الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي على معدل النمو الاقتصادي. ويرمز لمتغيرات الدراسة كمايلي:

LGDP: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (Gross Domestic Product).

LCAP: القيمة السوقية للأسهم الحقيقية (Capitalization).

LTUR: معدل دوران الأسهم (Turnover ratio).

LM2: عرض النقد الحقيقي بالمفهوم الواسع (Money Supply).

LDC: إجمالي الإئتمان المحلي الحقيقي (Domestic Credit).

LGOV: الإنفاق الحكومي الحقيقي (Government Spending).

بالنسبة للحرف L الذي يسبق كل متغير فهو يمثل لوغاريتم المتغير.

والجدير بالذكر أنه عند حساب قيم هذه المتغيرات، نصادف مشكلة الرصيد والتدفق (Stock-Flow)، فهناك متغيرات تمثل رصيد يتم احتسابها في آخر السنة، وهناك متغيرات تمثل تدفق يتم حسابها خلال السنة، حاول الاقتصاديون حل هذه المشكلة، وذلك من خلال حساب متوسط الرصيد في السنة (t) والسنة (t-1)، وإبقاء التدفق على حاله (King and Levine, 1993)، لكن يرى بعض الاقتصاديين أن هذه القيم ستضل مشوهة ما لم نتخلص من عامل التضخم، خاصة في الدول التي تعاني من ارتفاع في معدلات التضخم، ويتم ذلك من خلال احتساب المتوسط الحقيقي للرصيد، والقيمة الحقيقية للتدفق، حيث نقوم بقسمة الرصيد على الرقم القياسي لأسعار المستهلك لآخر السنة، أما التدفق فنقوم بقسمته على الرقم القياسي لأسعار المستهلك الذي يكون خلال السنة، وعادة ما يعبر عن هذا الأخير بمتوسط الرقم القياسي لآخر السنة (t) والسنة (t-1) (Levine et al., 2000)، لهذا تم اتباع هذه الطريقة في حساب المتغيرات، مع العلم أن سنة 2006 هي سنة الأساس.

2-4 النموذج القياسي:

انطلاقا من كون هذه الدراسة تبحث في علاقة كل من تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي بالنمو الاقتصادي في الأردن، خلال الفترة (1979-2009)، فإنه لا بد من اختبار أثر كل من متغيرات تطور سوق عمان المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في الأردن، ومقدار التأثير النسبي لكل منهما، وذلك باستخدام النموذج القياسي الملائم لذلك.

ونظرا لأن الأدب الاقتصادي يبين وجود علاقة بين كل من تطورالسوق المالي وتطور الجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي، وبعد الإطلاع على النماذج المستخدمة في الدراسات السابقة، تم بناء نموذج الدراسة، عملت الباحثة على استخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model)، حيث تم اعتماده كأسلوب في التحليل لأنه يعد من الأساليب الحديثة التي تتم فيها دراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية، وما هو إلا نموذج الإنحدار الذاتي (VAR) (Vector Autoregression) مقيدا بإضافة مقدار الخطأ في التوازن إلى معادلات النموذج، وهو ما يسمى بحد تصحيح الخطأ (Error Correction Term)، وذلك لتجنب خطأ توصيف النموذج.

حيث يتم في هذا الأسلوب التعبير عن فرق كل متغير من متغيرات النموذج كدالة خطية بقيم فرق المتغير نفسه في الفترات السابقة، وكذلك بقيم فرق المتغيرات الأخرى في النموذج في الفترات السابقة، وحد تصحيح الخطأ، وفي هذا النموذج تمثل فروق المتغيرات فترات إبطاء الحركة في الأجل القصير، بينما علاقة التكامل المشترك تمثل القيمة في المدى الطويل. رياضيا، يمكن تمثيل النموذج المقدر بالشكل العام (Antonios, 2010) كالتالي:

$$\Delta \mathrm{X_t} = b_0 + \sum_{i=1}^{n} b_1 \Delta \mathrm{X}_{t-i} + \sum_{\mathrm{i=1}}^{\mathrm{n}} b_2\, \Delta \mathrm{Y_{t-i}} + \sum_{i=1}^{\mathrm{n}} \mathrm{b_3}\, \Delta \mathrm{Z_{t-i}} + \cdots + \lambda \mathrm{EC_{t-i}} + \varepsilon_t$$

Δ: الفرق.

$\mathrm{b_0}$: متجه متغيرات غير عشوائية (Deterministic) يحتوي الثوابت، وأي متغيرات صورية.

n: عدد فترات التباطؤ الزمني الملائمة للنموذج.

λ: معامل حد تصحيح الخطأ في المدى القصير ($-1<\lambda<0$)، وهو يشير إلى سرعة التعديل.

EC_{t-i} : حد تصحيح الخطأ مع تباطؤ لفترة زمنية:(i).

ε_t: الخطأ العشوائي.

ومنه يأخذ نموذج الدراسة الشكل التالي:

$$\Delta LGDP_t = b_0 + \sum_{i=1}^{n} b_1 \Delta LGDP_{t-i} + \sum_{i=1}^{n} b_2 \Delta LCAP_{t-i} + \sum_{i=1}^{n} b_3 \Delta LTUR_{t-i} + \sum_{i=1}^{n} b_4 \Delta LM2_{t-i} + \sum_{i=1}^{n} b_5 \Delta LDC_{t-i} + \sum_{i=1}^{n} b_6 \Delta LGOV_{t-i} + \lambda EC_{t-i} + \varepsilon_t \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

ومن خصائص هذا النظام أنه لا يتطلب التمييز بين المتغيرات الداخلية (Endogenous) والخارجية (Exogenous)، حيث يتم التعامل مع جميع المتغيرات على أنها متغيرات داخلية في النظام، وبعد تحديد المتغيرات الداخلة في النموذج المستخدم (VECM)، قامت الباحثة بإجراء مجموعة من الاختبارات معتمدة بشكل كلي على الرزمة الإحصاءة (E-VIEWS).

3-4 التحليل القياسي

1-3-4 اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):

من المشاكل الإحصائية التي يمكن أن تواجه الباحث مشكلة عدم سكون السلاسل الزمنية، وبمعنى آخر أن الوسط الحسابي، والتباين يتغيران عبر الزمن، وكون معظم البيانات الاقتصادية تعاني من هذه المشكلة، فإن الإنحدار الذي نحصل عليه بين متغيرات السلسلة عند مستوياتها، غالبا ما يكون إنحدار زائف، بالرغم من احتمالية الحصول على قيمة عالية لمعامل التحديد R^2. ويعود ذلك إلى وجود عامل الاتجاه (Trend) في البيانات الزمنية (أي تغير منتظم في مستوى السلسلة الزمنية في اتجاه محدد)، والذي يعكس ظروفا معينة تؤثر على جميع المتغيرات، إما في نفس الاتجاه، أو في اتجاهات متعاكسة (عطية، 2005). ولتجنب الوقوع في مشكلة الانحدار الزائف فإنه من الضروري إجراء اختبار السكون (stationary)، وهو ما يعرف باختبار جذر

الوحدة (Unit Root Test)، وبالرغم من تعدد اختبارات جذر الوحدة، فإن الدراسة استخدمت طريقة اختبار ديكي–فولر الموسع (Augmented Dickey and Fuller) (ADF)، الذي يعد الأكثر شيوعا واستخداما في أغلب الدراسات المعاصرة، والذي يعتمد على تقدير الانحدار التالي:

$$\Delta Y_t=\alpha_0+\alpha_1 T+\beta Y_{t-1}+ \sum_{i=1}^{n} \delta_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_i$$

حيث تعبر Y_t عن متغيرات الدراسة في السنة t، T المتجه الزمني، ε_i حد الخطأ، وتشير n إلى عدد فترات التباطؤ الكافية لإلغاء الارتباط لحد الخطأ.

وحسب اختبار ديكي– فولر الموسع (ADF) تعد السلسلة الزمنية ساكنة (مستقرة)، إذا كانت القيمة المحسوبة لإحصاءة (t) بالقيمة المطلقة أكبر من القيمة الجدولية لإحصاءة (t)، وعندها يتم رفض الفرضية الصفرية التي تشير إلى عدم سكون السلسلة (H_0:β=0)، أما إذا كان العكس من ذلك فتكون السلسلة غير ساكنة، ولتحديد متى تصل السلسلة إلى وضع السكون، فإن الاختبار يعاد ولكن بعد أخذ الفرق الأول للسلسلة، فإذا استقرت السلسلة فإن هذا يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى، وإذا لم تستقر تعاد العملية مع الفرق الثاني حتى تصل السلسلة إلى وضع السكون.

يشير الجدول رقم (7) إلى نتائج اختبار ديكي– فولر الموسع (ADF) لسكون البيانات، حيث تم الاختبار باستخدام المقطع (Intercept)، وتبين أن جميع السلاسل الزمنية تعاني من مشكلة عدم السكون عند المستوى، حيث كانت القيم المحسوبة للاختبار أقل من القيم الحرجة الجدولية (بالقيمة المطلقة)، وبعد أخذ الفرق الأول استقرت كل المتغيرات وهذا عند مستوى معنوية 5%، وبذلك تكون درجة ترتيب التكامل لها (Integration Order) هي I(1).

جدول رقم (7)

نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع باستخدام المقطع (intercept)

المتغير	قيمة ADF المحسوبة	عدد فترات التباطؤ	القيمة الحرجة
LGDP	0.74	(1)	-2.96
Δ LGDP	*-3.72	(0)	-2.96
LCAP	-0.23	(2)	-2.97
Δ LCAP	*-3.54	(1)	-2.97
LTUR	-2.08	(0)	-2.96
Δ LTUR	*-5.78	(0)	-2.96
LGOV	1.30	(1)	-2.96
Δ LGOV	*-3.80	(0)	-2.96
LM2	0.62	(3)	-2.97
Δ LM2	*-4.72	(1)	-2.97
LDC	-0.35	(2)	-2.97
Δ LDC	*-3.46	(1)	-2.97

1 - Δ يرمز إلى الفرق الأول.

2- إن فرضية العدم (H_0) تتمثل في أن المتغير يحتوي على جذر الوحدة، بمعنى أن المتغير غير ساكن.

3- * تعني رفض فرضية العدم عند مستوي دلالة 5%.

أما الجدول رقم (8) فيشير إلى نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF) لسكون البيانات، حيث تم الاختبار باستخدام المقطع والاتجاه العام (Trend and Intercept)، فبقيت النتائج على حالها، ما عدا المتغير (LCAP) الذي استقر عند المستوى، والمتغير (LDC) الذي استقر عند الفرق الثاني.

جدول رقم (8)

نتائج اختبار ديكي– فولر الموسع باستخدام المقطع والاتجاه العام

(Trend and intercept)

المتغير	قيمة ADF المحسوبة	عدد فترات التباطؤ	القيمة الحرجة
LGDP	-0.85	(1)	-3.57
Δ LGDP	*-3.94	(0)	-3.57
LCAP	*-3.65	(1)	-3.57
Δ LCAP	-	-	-
LTUR	-2.42	(0)	-3.56
Δ LTUR	*-5.67	(0)	-3.57
LGOV	-1.09	(1)	-3.57
Δ LGOV	*-4.06	(0)	-3.57
LM2	-1.65	(3)	-3.58
Δ LM2	*-4.62	(1)	-3.57
LDC	-2.26	(3)	-3.58
Δ LDC	-2.09	(2)	-3.58
2Δ LDC	*-3.97	(0)	-3.57

1 - Δ يرمز إلى الفرق الأول.

2 - 2Δ يرمز إلى الفرق الثاني.

3 - إن فرضية العدم (H_0) تتمثل في أن المتغير يحتوي على جذر الوحدة، بمعنى أن المتغير غير ساكن.

4 - * تعني رفض فرضية العدم عند مستوي دلالة 5%.

ويوضح الجدول (9) نتائج اختبار ديكي– فولر الموسع (ADF) لسكون السلاسل، حيث تم الاختبار بدون استخدام المقطع وبدون اتجاه عام (None) فتغيرت النتائج، حيث استقرت كل المتغيرات عند المستوى، ما عدا معدل الدوران (LTUR) الذي استقر عند الفرق الأول.

جدول رقم (9)

نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع بدون مقطع وبدون اتجاه عام (None)

المتغير	قيمة ADF المحسوبة	عدد فترات التباطؤ	القيمة الحرجة
LGDP	*2.17	(1)	-1.95
LCAP	*2.65	(0)	-1.95
LGOV	*2.35	(0)	-1.95
LM2	*2.20	(4)	-1.95
LDC	*2.12	(2)	-1.95
LTUR	-1.65	(0)	-1.95
ΔLTUR	*-5.81	(0)	-1.95

1- Δ يرمز إلى الفرق الأول.

2- إن فرضية العدم (H_0) تتمثل في أن المتغير يحتوي على جذر الوحدة، بمعنى أن المتغير غير ساكن.

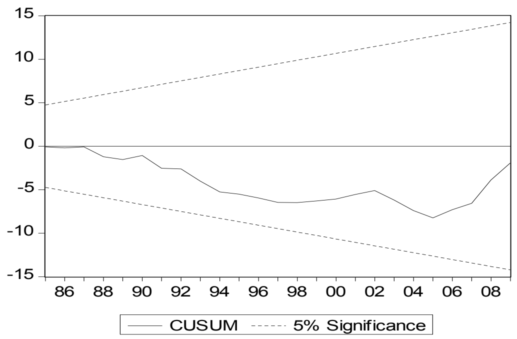
3- * تعني رفض فرضية العدم عند مستوي دلالة 5%.

ملاحظة:

ولذلك ترى الباحثة أنه بعد إجراء جملة هذه الاختبارات سيتم الاعتماد على نتائج اختبار ديكي–فولر الموسع (ADF) باستخدام المقطع (Intercept).

2-3-4 اختبار استقرارية معالم النموذج (Stability Test):

من الضروري التأكد من عدم وجود تغيير هيكلي (Structural change) في بيانات النموذج خلال فترة الدراسة، وذلك بالاعتماد على إجراء اختبار الاستقرارية، حيث يقصد بالاستقرارية هنا عدم وجود قفزات مفاجئة في البيانات مع مرور الزمن، في هذا المجال سيتم الاستعانة باختبار Cusum Test (Cumulative Sum Test) الذي نتائجه موضحة في الشكل الآتي:



الشكل رقم (1)

اختبار استقرارية معالم النموذج

نلاحظ من خلال الشكل (1)، أن منحنى البواقي يقع ما بين خطي الإنحراف المعياري من بداية الفترة إلى نهايتها، مما يثبت صحة وجود استقرارية معالم النموذج، وبالتالي سيتم الاعتماد على الفترة كاملة في الاختبارات الموالية دون الحاجة إلى تجزئتها.

4-3-3 تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني (Selection the lag length):

من أهم متطلبات إجراء اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين متغيرات الدراسة، هو تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني المناسبة (Lag Length)، لأن النتائج المستخرجة حساسة وبشكل كبير لعدد فترات التباطؤ اللازمة لإلغاء الارتباط الذاتي لحد الخطأ. ومن أجل تحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني المناسبة، فقد تم استخدام اختبار (VAR Lag Order Selection Criteria)، وذلك وفقا لمعياري أكايك (Akaike) وشوارتز (Schwartz)، وهما المعياران الأكثر شيوعا، بالرغم من أنهما أحيانا يبالغان في عدد هذه الفترات وخاصة في البيانات السنوية، حيث يتم اختيار فترات التباطؤ الزمني التي تعطي أقل قيمة، وعند إجراء هذين الاختبارين على البيانات السنوية للنموذج، تم الوصول إلى أقل قيمة للأكايك وشوارتز هي عند فترات تباطؤ زمني=3، إلا أن النظام (EVIEWS) لم يتقبل إدخال هذا العدد نظرا لعدم كفاية المشاهدات عند إجراء اختبار التكامل المشترك، فجربنا مع بقية الأعداد، فتقبل العددين (1) و(2) وعند مقارنتهما من خلال قيمة الأكايك وشوارتز، كانت أقل قيمة لهما هي عند فترة التباطؤ

الزمني=1، فتم اعتبارها فترة التباطؤ الملائمة للنموذج، ويظهر ذلك من خلال الجدول الآتي:

جدول رقم (10)

تحديد عدد فترات التباطؤ الزمني

Lags	Schwartz	akaike
1	-13.64842	-15.36125
2	-11.84474	-15.27041
3	-14.74072*	-19.87922*

4-3-4 اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test):

يقوم مفهوم التكامل المشترك على أنه إذا كانت متغيرات النموذج غير مستقرة عند المستوى (Non Stationary)، ولكنها مستقرة عند الفرق الأول أي متكاملة من الدرجة الأولى، وأمكن توليد مزيج خطي من هذه المتغيرات يتصف بالاستقرارية، أي متكامل من الدرجة الصفرية، فإنه في هذه الحالة تصبح المتغيرات متكاملة، وبالتالي يمكن استخدام مستوى المتغيرات في الإنحدار، ولا يكون الإنحدار في هذه الحالة زائفا، وذلك لتلافي ضياع معلومات المدى الطويل الكامنة في مستوى المتغيرات فيما لو تم استخدام الفرق الأول للمتغيرات(Charemza and Deadman, 1992).

ومن أهم اختبارات التكامل المشترك هو اختبار جوهانسن للتكامل المشترك (Johansen Co-integration Test)، الذي يستخدم طريقة الإمكان الأعظم ذات المعلومات الكاملة (Full Information Maximum Likelihood) (FIML)، التي تعالج كل المتغيرات في النموذج كمتغيرات داخلية (Dritsaki and Bargiota, 2006)، حيث إذا كانت نسبة الإمكانية (Likelihood Ratio) أكبر من القيمة الحرجة، نرفض الفرضية الصفرية التي تفترض عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، ونقبل الفرضية البديلة التي تفترض وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات (بمعنى أن هناك علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات)، وبعد إجراء هذا الاختبار وذلك باستخدام فترة التباطؤ (1) كانت النتائج كالآتي:

جدول رقم (11)

نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

الفرضية الصفرية	الفرضية البديلة	القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5%	نسبة الإمكانية Likelihood Ratio
r=0	r>0	*94.15	*136.1563
r ≤1	r>1	68.52	67.02613
r ≤2	r>2	47.21	36.85215
r ≤3	r>3	29.68	20.11416
r ≤4	r>4	15.41	5.425565
r ≤5	r>5	3.76	0.000754

1 -*تعني رفض فرضية العدم عند مستوى دلالة 5%.

2 -r: رتبة التكامل المشترك.

اعتمادا على نتائج الجدول (11)، يلاحظ أنه عندما تم افتراض فرضية العدم r=0 مقابل الفرضية البديلة r>0، نجد أن القيمة المحسوبة لنسبة الإمكانية (136.15) هي أكبر من القيمة الحرجة بمستوى دلالة 5% والبالغة (94.15)، ولهذا تم رفض فرضية العدم، أما بقية فرضيات العدم فتم قبولها، وهذا لأن القيم المحسوبة لنسب الإمكانية كانت أقل من القيم الحرجة لها.

تتضمن هذه النتيجة أن هناك متجه واحد للتكامل المشترك بين متغيرات الدراسة، وبالتالي هناك علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات. وكانت نتائج تقدير معادلة التكامل المشترك كالآتي:

جدول رقم (12)

مقدرات متجه التكامل المشترك

	LGDP	Constant	LCAP	LTUR	LGOV	LM2	LDC
Coefficients	1.000	-10.731	-0.471	-0.375	0.291	-2.031	2.412
Standard error	-	-	(0.171)	(0.172)	(0.318)	(0.747)	(1.02)
T Test	-	-	(-2.76)	(-2.17)	(0.93)	(-2.74)	(2.36)

ويمكن كتابة هذا المتجه في شكل معادلة توضح العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة كما يلي:

LGDP=10.73+0.47LCAP+0.37LTUR-0.29LGOV+2.03LM2-2.41LDC

نلاحظ من خلال المعادلة أن عرض النقد له تأثير إيجابي ومعنوي على النمو الاقتصادي في المدى الطويل، وهذا يتوافق مع الفرضية رقم (2−2)، حيث أن زيادة عرض النقد ب: (1%) تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الحقيقي ب: (2.03%)، وهذا يتوافق مع دراسة (حاجبي، 2005) ويتعارض مع دراستي كل من: (Dritsaki and Bargiota, 2006)، و(Wu et al., 2009)، أما القيمة السوقية ومعدل الدوران لهما تأثير إيجابي ومعنوي على النمو الاقتصادي في المدى الطويل، وهذا يتوافق مع الفرضية رقم (1−1) والفرضية رقم (1−2) على الترتيب، حيث أن زيادة القيمة السوقية بنسبة (1%) تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الحقيقي ب: (0.47%)، وزيادة معدل الدوران بنسبة (1%) تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الحقيقي ب: (0.37%)، وتتوافق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات التالية: (Nowbutsing, 2009)، ودراسة (Enisan and Olufisayo, 2009) في دولتي مصر وجنوب إفريقيا، ودراسة (Antonios, 2010)، بينما الإنفاق الحكومي فله تأثير سلبي لكن غير معنوي، حيث يعود ذلك إلى طبيعة الإنفاق الحكومي في الأردن الذي يغلب عليه الإنفاق الجاري (قصير الأجل) مقارنة بالإنفاق الرأسمالي (طويل الأجل) بالإضافة إلى أثر المزاحمة (Growding out effect)، أما الإئتمان المحلي له تأثير سلبي معنوي على النمو الاقتصادي في المدى الطويل، وهذا يتعارض مع الفرضية رقم (2−1)، كما تتعارض هذه النتيجة مع دراسة (Liang and Teng, 2006)، ويعزى التأثير السلبي للإئتمان المحلي على النمو الاقتصادي، إلى أن الإئتمان المحلي في الغالب يكون قصير ومتوسط الأجل يوجه إلى مجالات غير إنتاجية (الملحق د)، حيث أن النسب الكبرى للإئتمان كانت في القطاعات الأربع وهي: قطاع الإنشاءات، وقطاع التجارة العامة، وقطاعات أخرى، وفي الأخير قطاع الصناعة، نلاحظ أن النسبة الأقل كانت موجهة إلى قطاع الصناعة خلال فترة الدراسة، حيث بلغ متوسط نسبة التسهيلات الموجهة إلى قطاع الصناعة إلى إجمالي التسهيلات خلال فترة الدراسة ب: (12%)، أما النسبة الأكبر للإئتمان فوجهت إلى قطاع الإنشاءات خلال الفترة (1979−1990)، أما الفترة (1991−

2000) فوجهت إلى قطاع التجارة العامة، أما من سنة 2001 إلى غاية 2009 فوجهت إلى قطاعات أخرى، الذي يقصد به التسهيلات الموجهة للمجال الاستهلاكي الذي يشمل السلف الشخصية، والسيارات الشخصية، والسلع المعمرة، والعناية الطبية، والبطاقات الإئتمانية، والتعليم، وكل ما يتعلق بالاستهلاك، فعلى سبيل المثال في سنة 2009 وزع الإئتمان على الترتيب إلى بند قطاعات أخرى وإلى قطاع التجارة العامة، ثم إلى قطاع الإنشاءات، ثم إلى قطاع الصناعة كالتالي: (25%)، (24%)، (19%)، (12%) على الترتيب.

نلاحظ من خلال معادلة التكامل المشترك، وبالتحديد من خلال معاملات متغيرات تطور الجهاز المصرفي ومعاملات تطور السوق المالي، أن تأثير تطور الجهاز المصرفي هو أكبر من تأثير تطور السوق المالي، وهذا يتوافق مع الفرضية الثالثة للدراسة.

5-3-4 تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model):

بعد أن تم إخضاع المتغيرات إلى اختبار جذر الوحدة والذي أثبت استقرار المتغيرات عند الفروق الأولى لها، واختبار التكامل المشترك الذي دل على وجود متجه واحد للتكامل المشترك بين المتغيرات، سيتم تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) (Vector Error Correction Model) الذي يتطلب تحقق هذين الشرطين، وهذا النموذج ما هو إلا نموذج الإنحدار الذاتي (VAR) (Vector Autoregression)، مقيد بإضافة مقدار الخطأ في التوازن إلى معادلات النموذج، وهو ما يسمى بحد تصحيح الخطأ (Error Correction Term)، ويستخدم هذا النموذج لتصحيح حالة عدم التوازن، حيث أن هذا النموذج يؤمن لنا طريقة للربط الديناميكي بين التغيرات قصيرة الأجل، والتغيرات طويلة الأجل للمتغيرات أثناء عملية التعديل (Adjustment) للوصول إلى التوازن طويل الأجل، بالإضافة إلى تحديد اتجاه السببية في المدى الطويل وفي المدى القصير، ومن أجل تقييم طبيعة العلاقة بين المتغيرات في الأجل القصير، يتم تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)، ودوال الاستجابة

الفورية (Impulse Response Function) المشتقة من نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM).

4-3-5-1 اختبار السببية (Causality Test):

من المعتاد إجراء اختبار جرينجر للسببية (Granger Causality)، لتحديد اتجاه السببية بين المتغيرات، إلا أن استخدام هذا الاختبار يتطلب أن تكون المتغيرات مستقرة جميعها عند المستوى، أو أن تكون مختلفة من حيث درجة الاستقرارية، عدا ذلك إذا كانت جميع المتغيرات مستقرة عند نفس الدرجة أي عند الفرق الأول، أو مستقرة عند الفرق الثاني، فإنه يتم تحديد اتجاه السببية باستخدام (VECM).

حيث يدل تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) على وجود علاقة سببية في المدى الطويل وفي المدى القصير (Apergis and Payne, 2009)، حيث أن السببية في المدى الطويل يتم تحديدها من خلال معنوية إحصاءة (t) الخاصة بمعامل حد تصحيح الخطأ (λ) (Error Correction Terms) (ECT) (أنظر المعادلة (1) ص85)؛ حيث تتحقق المعنوية إذا كانت إحصاءة (t) المحسوبة أكبر من قيمة (t) الجدولية، فإذا كان معامل حد تصحيح الخطأ سالبا ومعنويا، فإن ذلك يبين الميكانيكية التي يجري بها تصحيح أي اختلال في التوازن في المدى القصير، للوصول إلى الوضع التوازني في المدى الطويل بين المتغير التابع وبقية المتغيرات الأخرى.

في حين أن السببية في المدى القصير يتم تحديدها من خلال معنوية إحصاءة (F) (F-Statistic)؛ فإذا كانت (F) المحسوبة أكبر من قيمة (F) الجدولية في هذه الحالة نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود علاقة سببية في المدى القصير، أما إذا كان العكس في هذه الحالة نقبل فرضية العدم (Apergis and Payne, 2010). بعد تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ وذلك بالاعتماد على فترة تباطؤ زمني تساوي (1)، كانت النتائج كالتالي:

أولا: اختبار السببية في المدى الطويل

من خلال الجدول رقم (13) نلاحظ أن معامل حد تصحيح الخطأ (ECT) للمتغير (LGDP) يساوي (0.24−) وهو سالب ومعنوي من الناحية الإحصاءة، وذلك حسب معنوية إحصاءة (t) عند مستوى معنوية 5%، حيث بلغت إحصاءة (t) المحسوبة بالقيمة المطلقة (4.94) في حين بلغت قيمة (t) الجدولية المستخرجة من جدول توزيع (t) (2.08)، وهذا يدل على وجود علاقة سببية في المدى الطويل تتجه من المتغيرات (LCAP, LTUR, LM2, LDC, LGOV) إلى الناتج المحلي الإجمالي (LGDP)، وبالتالي فإن المتغير (LGDP) يحتاج إلى (24%) من السنة القادمة حتى يعود إلى التوازن.

أما اتجاه السببية من المتغير (LGDP) إلى باقي المتغيرات، فيتم تحديده من خلال معامل تصحيح الخطأ الخاص بكل متغير (LCAP)، (LTUR)، (LGOV)، (LM2)، (LDC)، حيث نلاحظ من خلال جدول رقم (13) أن المعاملات قدرت ب: (0.05)، (0.81)، (-0.11)، (0.00)، (-0.04) على الترتيب، وهي غير معنوية من الناحية الإحصاءة، وهذا يعني أنه لا يوجد اتجاه للعلاقة السببية من المتغير (LGDP) إلى المتغيرات (LCAP)، (LTUR)، (LGOV)، (LM2)، (LDC)، وبالتالي هناك اتجاه أحادي السببية في المدى الطويل، يتجه من (LGOV) إلى (LGDP)، كما يتجه كذلك من المتغيرات (LCAP, LTUR, LM2, LDC) إلى المتغير (LGDP)، ومنه تحقق فرضية قيادة العرض في المدى الطويل وهذا يتعارض مع الفرضية رقم: (4) والفرضية رقم (5).

جدول رقم (13)

نتائج اختبار السببية في المدى الطويل المبني على تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

Error Correction:	D(LGDP)	D(LCAP)	D(LTUR)	D(LGOV)	D(LDC)	D(LM2)
CointEq1	-0.24	0.05	0.81	-0.11	-0.04	0.00
Standard error	[0.04]	[0.12]	[0.46]	[0.07]	[0.05]	[0.04]
t Test	*(-4.94)	(0.46)	(1.76)	(-1.49)	(-0.91)	(0.12)

*معنوية عند 5%

وتتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات التالية: (Colombage, 2009)، و(Enisan and Olufisayo, 2009)، و(Antonios, 2010)، وتتعارض مع دراسة (Darrat,1999) فيما يخص دولة السعودية التي تحققت فيها نظرية المرحلة؛ أين يكون اتجاه السببية ذو اتجاهين، كما تتعارض مع دراسة (Liang and Teng, 2006) التي تحققت فيها فرضية قيادة الطلب في المدى الطويل.

ثانيا: اختبار السببية في المدى القصير

تم حساب إحصاءة (F) لجميع المتغيرات، ونلاحظ ذلك من خلال الجدول (14)، حيث تمت مقارنتها بقيمة (F) الجدولية المستخرجة من جدول توزيع (F) التي تساوي: (4.35) عند معنوية 5%، حيث تم التوصل إلى النتائج الموضحة في الجدول رقم (14).

نلاحظ من خلال الجدول أن إحصاءة (F) المحسوبة للمتغيرات (LCAP, LTUR, LGOV, LM2, LDC) هي أكبر من قيمة (F) الجدولية، وهذا دليل على وجود علاقة سببية من المتغيرات (LCAP, LTUR, LGOV, LM2, LDC) إلى المتغير (LGDP).

جدول (14)

نتائج اختبار السببية في المدى القصير المبني على تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

اتجاه السببية	F المحسوبة
LGDP ← LCAP	22.70*
LCAP ← LGDP	1.97
LGDP ← LTUR	8.22*
LTUR ← LGDP	1.56
LGDP ← LDC	5.62*
LDC ←LGDP	1.85
LGDP ← LM2	5*
LM2 ← LGDP	1.51
LGDP← LGOV	9.47*
LGOV← LGDP	4.59*

F* معنوية عند 5%.

في حين أن (F) المحسوبة التي تتعلق باتجاه السببية من المتغير (LGDP) إلى كل متغير فهي غير معنوية في كل المتغيرات، ماعدا متغير الإنفاق الحكومي (LGOV)، وهذا يدل على عدم وجود علاقة سببية تتجه من المتغير (LGDP) إلى متغيرات تطور الجهاز المصرفي (LDC, LM2)، ومتغيرات تطور السوق المالي (LCAP, LTUR). ومنه يوجد اتجاه ثنائي السببية بين متغير الإنفاق الحكومي (LGOV) ومتغير النمو الاقتصادي (LGDP)، كما يوجد اتجاه أحادي السببية من المتغيرات (LCAP, LTUR, LM2, LDC) إلى المتغير (LGDP)، ومنه تحقق فرضية قيادة العرض في المدى القصير، وهذا يتعارض مع الفرضية رقم (4) والفرضية رقم (5)، وتتوافق هذه النتيجة مع دراسة (Darrat, 1999) فيما يخص تركيا والإمارات العربية المتحدة، ودراسة (Yang and Yi, 2008)، و(قصراوي، 2008)، في حين تتعارض مع دراسة (Caldero'n and liu, 2003)، التي توصلت إلى وجود اتجاه ثنائي السببية بين مؤشرات التطور المالي والنمو الاقتصادي.

2-5-3-4 تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition):

تستخدم نتائج تحليل مكونات التباين لمعرفة مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه، والمقدار العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى، ويعتبر تحليل مكونات التباين إحدى الطرق لوصف السلوك الحركي للنموذج، حيث أن تباين خطأ التنبؤ لمتغير ما، يعزى للصدمات غير المتنبأ بها لكل متغير من متغيرات النموذج خلال فترة التنبؤ (عطية، 2005)، وعند تطبيق هذا الاختبار على الناتج المحلي الإجمالي (LGDP) كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول رقم (15).

نلاحظ من خلال الجدول أن الناتج المحلي الإجمالي (LGDP) يتأثر بالإئتمان المحلي (LDC)، حيث يتضح أنه خلال الفترة الثانية كانت التغيرات في الإئتمان المحلي تفسر (2.34%) من تنبؤ الخطأ في الناتج المحلي الإجمالي التي تعود إلى أخطاء عشوائية في الإئتمان المحلي، ويلاحظ أن هذه النسبة تتزايد في الفترات اللاحقة حتى تصل إلى (20.4%) في الفترة السادسة، ثم إلى (33.86%) في الفترة العاشرة، أي أن الإئتمان المحلي (LDC) يشرح نسبة كبيرة من تباين الناتج المحلي الإجمالي

(LGDP)، مما يشير إلى قوة تأثير التغير في الإئتمان المحلي على الناتج المحلي الإجمالي، والذي يزيد مع مرور الزمن وبمعدلات زيادة مرتفعة، في حين نجد أن متغير الناتج المحلي الإجمالي يفسر نسبة (100%) من نفسه في الفترة الأولى، ثم تبدأ هذه القوة بالتناقص، حتى تصل إلى (38.45%) في الفترة العاشرة.

أما معدل الدوران (LTUR) فيتضح أن تغيراته تفسر (5.86%) من تنبؤ الخطأ في الناتج المحلي الإجمالي في الفترة الثانية، و(9.36%) في الفترة الرابعة ثم تتزايد لتصل إلى أقصاها في الفترة الثامنة حيث بلغت (15.23%) لتتناقص إلى (14.98%) في الفترة العاشرة.

في حين كانت النسبة التي تعزى إلى عرض النقد (LM2) حوالي (0.29%) خلال الفترة الأولى، ثم تتزايد لتفسر حوالي (5.66%) من تنبؤ الخطأ في الناتج المحلي الإجمالي في الفترة السادسة، لتصل إلى حوالي (6.7%) في الفترة العاشرة، من خلال هذا نلاحظ أن التغير في عرض النقد يفسر نسبة قليلة من تباين الناتج المحلي الإجمالي.

جدول رقم (15):

نتائج تحليل مكونات تباين الناتج المحلي الإجمالي (LGDP)

الفترة	S.E.	LGDP	LTUR	LDC	LM2	LCAP	LGOV
1	0.03	100	0	0	0	0	0
2	0.06	85.50	5.86	2.34	0.29	0.03	5.95
3	0.09	82.21	4.46	5.35	1.57	0.59	5.79
4	0.11	72.66	9.36	9.73	2.90	0.77	4.55
5	0.13	62.61	12.43	15.03	4.39	1.89	3.63
6	0.15	53.82	14.29	20.40	5.66	2.94	2.86
7	0.17	47.15	15.12	25.24	6.43	3.68	2.36
8	0.18	42.68	15.23	29.17	6.76	4.08	2.05
9	0.19	39.94	15.13	32.02	6.80	4.21	1.87
10	0.20	38.45	14.98	33.86	6.69	4.21	1.78

أما التغيرات في القيمة السوقية (LCAP) فيتضح أنها تفسر (0.03%) من تنبؤ الخطأ في الناتج المحلي الإجمالي في الفترة الثانية، لتتزايد بشكل تباطئي لتصل إلى (2.94%) خلال الفترة السادسة، و(4.21%) خلال الفترة العاشرة ، وبالتالي فإن القيمة السوقية تفسر نسبة قليلة كذلك من تباين الناتج المحلي الإجمالي.

أما فيما يخص الإنفاق الحكومي (LGOV) فنلاحظ من خلال الجدول أن تغيره فسر حوالي (5.95%) و(5.79%) من تنبؤ الخطأ في الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترتين الثانية والثالثة على التوالي، ثم بدأ في التناقص ليصل إلى (2.86%) خلال الفترة السادسة، ويستمر في الانخفاض ليصل إلى (1.78%) خلال الفترة العاشرة.

كما يظهر من خلال اختبار تحليل مكونات التباين أن تطور الجهاز المصرفي يؤثر على النمو الاقتصادي بشكل أكبر من تأثير تطور السوق المالي، ويظهر ذلك من خلال التأثير الإجمالي لكل من عرض النقد (LM2) والإئتمان المحلي (LDC) مقارنة بالتأثير الإجمالي لكل من القيمة السوقية (LCAP) ومعدل الدوران (LTUR) وهذا ينسجم مع الفرضية الثالثة للدراسة، ويدعم نتائج اختبار التكامل المشترك، كما تتوافق هذه النتيجة مع دراستي (Hondroyiannis et al., 2005) و(Caporale et al., 2009).

التحقق من مصداقية النتائج:

للتأكد من مصداقية النتائج السابقة ودعمها، لجأت الباحثة إلى إعادة ترتيب المتغيرات في نموذج متجه تصحيح الخطأ، وهي الطريقة التي يعتمد عليها توزيع تشولاسكي (Cholaski Decomposition) بشكل كبير، حيث يتم اللجوء إليها للتأكد من أنه حتى بعد إعادة ترتيب المتغيرات فإن النتائج لا تتغير كثيرا. وبعد إعادة الترتيب تم الحصول على تحليل مكونات التباين في الجدول رقم (16):

جدول رقم (16)

نتائج تحليل مكونات التباين للناتج المحلي الإجمالي (LGDP) بعد إعادة ترتيب البيانات

الفترة	S.E.	LGDP	LDC	LM2	LTUR	LCAP	LGOV
1	0.03	100	0	0	0	0	0
2	0.06	85.50	2.20	0.04	6.25	0.03	5.95
3	0.09	82.21	5.20	1.09	5.09	0.59	5.79
4	0.11	72.66	9.40	1.72	10.87	0.77	4.55
5	0.13	62.61	14.54	2.62	14.68	1.89	3.63
6	0.15	53.82	19.79	3.44	17.12	2.94	2.86
7	0.17	47.15	24.54	3.96	18.28	3.68	2.36
8	0.18	42.68	28.42	4.21	18.54	4.08	2.05
9	0.19	39.94	31.24	4.23	18.47	4.21	1.87
10	0.20	38.45	33.07	4.16	18.31	4.21	1.78

حيث أن النتائج لم تتغير كثيرا مقارنة مع نتائج جدول رقم (16)، وذلك من خلال أنه لم تتغير القوة التفسيرية لمتغيرات الدراسة في تفسير تنبؤ خطأ الناتج المحلي الإجمالي، حيث أن الإئتمان المحلي يأتي في المرتبة الأولى من حيث التفسير يليه معدل الدوران، ثم عرض النقد ثم القيمة السوقية، وأخيرا الإنفاق الحكومي في المرتبة الأخيرة، كما أن تطورالجهاز المصرفي احتل المرتبة الأولى من حيث التأثير، ليليه بعد ذلك تطور السوق المالي.

3-5-3-4 دالة الاستجابة الفورية (Impulse Response Function):

تعكس دالة الاستجابة لردة الفعل (IRF) كيفية استجابة كل متغير من المتغيرات المختلفة في النموذج، لأي صدمة عشوائية في أي تغير من متغيرات النموذج الأخرى مع مرور الزمن، وبذلك فهي تساعد في تتبع المسار الزمني للصدمات التي يمكن أن تتعرض لها مختلف المتغيرات في ذلك النموذج في المدى القصير، وبالتالي فهي

توضح تأثير الصدمة بمقدار انحراف معياري واحد لأحد المتغيرات، على القيم الحالية والمستقبلية لمتغيرات النموذج.

لاختبار كيفية استجابة الناتج المحلي الإجمالي (LGDP) للصدمات الواقعة في المتغيرات (LCAP, LTUR, LDC, LM2, LGOV)، تم إجراء اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل فكانت النتائج على النحو المبين في الشكل رقم (2) حيث يتبين ما يلي:

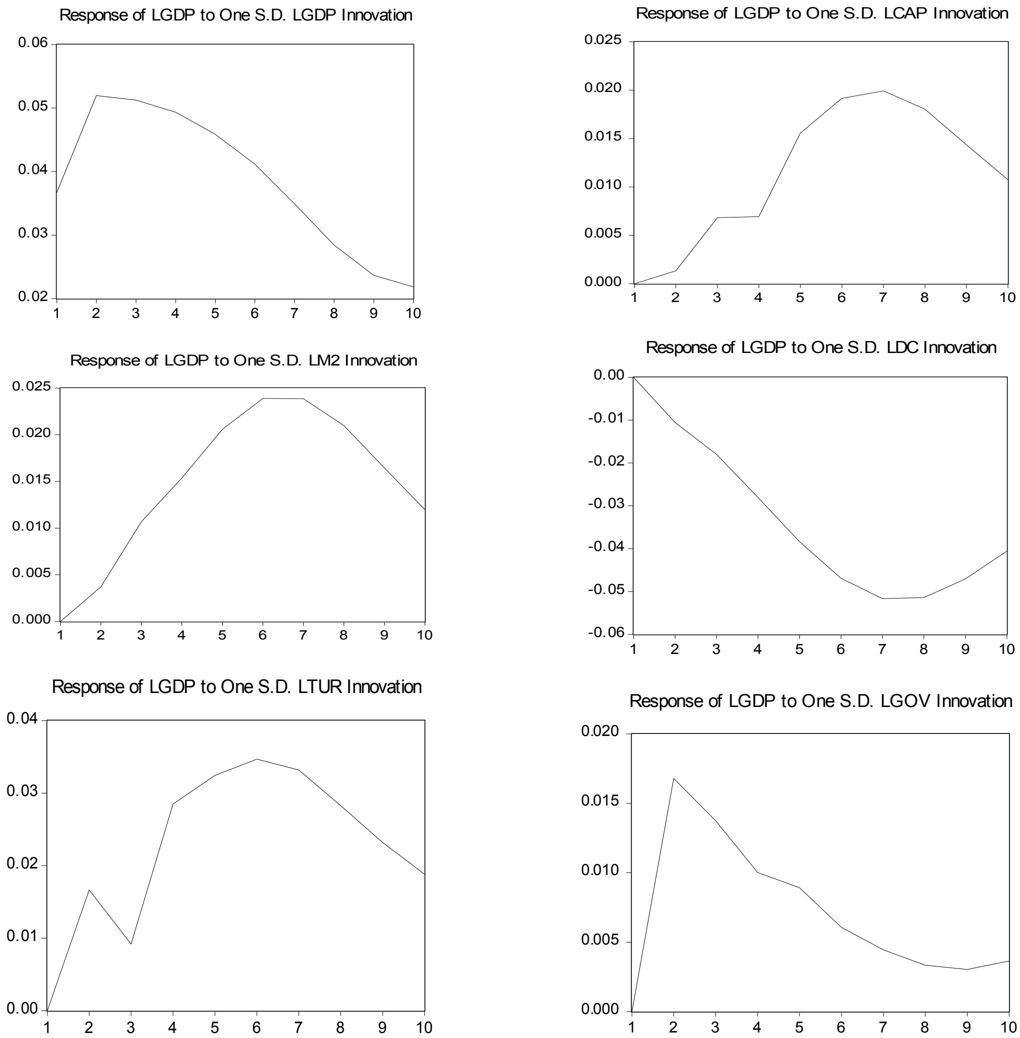
أن أي صدمة عشوائية موجبة لمتغير عرض النقد (LM2) تحدث أثر إيجابي على الناتج المحلي الإجمالي، ويستمر هذا التأثير الإيجابي إلى غاية نهاية المجال حيث يبدأ التأثير في التناقص ابتداءً من السنة السابعة، وهذا التأثير يتوافق مع دراسة (حاجبي، 2005) و(قصراوي، 2008)، ويتعارض مع دراسة (صوفان، 2008).

وبالنسبة لمتغير الإئتمان المحلي (LDC) فإن حدوث أي صدمة عشوائية موجبة فيه، تحدث أثر سلبي في الناتج المحلي الإجمالي، حيث يستمر هذا التأثير إلى غاية السنة العاشرة بحيث يبدأ هذا التأثير السلبي في التناقص ابتداءً من السنة السابعة، ويرجع الأثر السلبي في المدى القصير إلى توجيه القروض إلى مجالات غير إنتاجية، حيث توجه الحصة الأكبر إلى القروض الاستهلاكية، وقروض التجارة العامة، والعقارات، والخدمات، ويتعارض هذا التأثير مع نتائج دراسات كل من (علاويين، 1998)، و(Rousseau and Xiao, 2007)، و(العتوم، 2002).

أما فيما يخص معدل الدوران (LTUR) فإن حدوث صدمة عشوائية موجبة فيه، تحدث أثر موجب في الناتج المحلي الإجمالي، حيث أنه يعرف انخفاض من السنة الثانية إلى غاية السنة الثالثة، ثم يرجع إلى الارتفاع في السنة الرابعة، ويستمر إلى غاية السنة السادسة ثم يبدأ في التناقص إلى غاية السنة العاشرة، وهذا يتوافق مع دراسة (Beck and Levine, 2004).

كما نلاحظ من خلال الشكل أن حدوث صدمة عشوائية موجبة في القيمة السوقية (LCAP)، تحدث كذلك أثر موجب في الناتج المحلي الإجمالي، حيث يستمر هذا التأثير إلى غاية السنة العاشرة، وبالتالي فإن السوق المالي يؤثر إيجابا على النمو الاقتصادي في المدى القصير وهذا يتوافق مع دراسة كل من (Levine and Zervos, 1996)، و(Nowbutsing, 2009)، ويتعارض مع دراسة (Ben Naceur, 2006).

أما فيما يخص الإنفاق الحكومي (LGOV) فإن حدوث صدمة عشوائية موجبة فيه، يحدث أثر موجب في الناتج المحلي الإجمالي ، حيث يعرف ارتفاع حاد من السنة الأولى إلى غاية السنة الثانية، ثم يبدأ في التناقص إلى غاية السنة التاسعة ليعيد الارتفاع بعد ذلك.



الشكل رقم (2)

دالة الاستجابة الفورية للناتج المحلي الإجمالي

4-4 النتائج

بناءً على التطورات التي حصلت في كل من سوق عمان المالي والجهاز المصرفي في الأردن خلال الفترة (1979-2009)، وبناءً على نتائج التحليل الوصفي والقياسي الذي تم إجراءه على متغيرات الدراسة لغايات تحقيق الأهداف المرجوة، خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

1 -رغم تأثر السوق المالي بالصدمات الداخلية والخارجية السياسية والاقتصادية التي مر بها الأردن، إلا أنه عرف تطورا كبيرا، حيث ازداد حجم السوق المالي المعبر عنه بالقيمة السوقية الحقيقية من (1,475.9) مليون دينار سنة 1979، ليصل إلى (20,153.08) مليون دينار سنة 2009، كما ارتفع حجم التداول الحقيقي من (64) مليون دينار أردني سنة 1979 إلى (8.1) مليار دينار سنة 2009، في حين ارتفع معدل الدوران من (4.3%) سنة 1979 إلى (40.3%) سنة 2009، بمتوسط معدل نمو بلغ (23.6%) خلال فترة الدراسة.

2 -حقق الجهاز المصرفي قدرة عالية على حشد المدخرات المتاحة، حيث ارتفع حجم الودائع بالقيمة الحقيقية من (2,094.07) مليون دينار سنة 1979 إلى (16,115.73) مليون دينار سنة 2009، كما بلغ متوسط نسبة الودائع لأجل والتوفير إلى إجمالي الودائع (70.7%) خلال فترة الدراسة، وهي نسبة أكبر بالمقارنة مع متوسط نسبة الودائع تحت الطلب إلى إجمالي الودائع التي بلغت (26.3%)، كما ارتفع عرض النقد الحقيقي من (2,777.4) مليون سنة 1979 إلى (16,115.9) مليون دينار سنة 2009، وفي نفس الوقت ارتفع الإئتمان المحلي من (2,171.97) مليون دينار سنة 1979 إلى (15,002.2) مليون دينار سنة 2009.

3 -بين اختبار التكامل المشترك وجود علاقة طويلة الأجل بين تطورالجهاز المصرفي وتطور السوق المالي والإنفاق الحكومي والنمو الاقتصادي.

4 -أما نتائج تحديد طبيعة أثر كل من تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي والإنفاق الحكومي على النمو الاقتصادي، التي تم التوصل إليها من

خلال إختبار التكامل المشترك الخاص بالأجل الطويل، واختبار دالة الإستجابة الفورية الخاص بالأجل القصير، كانت كالآتي:

أ -أن الجهاز المصرفي يعاني من سوء تخصيص المدخرات، وتبين ذلك من التأثير السلبي للإئتمان المحلي الممنوح من قبل الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي في المدى الطويل والمدى القصير، حيث لا يرجع ذلك إلى قلته حيث يشكل نسبة كبيرة من إجمالي الودائع (الملحق: هـ)، بل يرجع ذلك إلى توجيهه إلى مجالات غير إنتاجية، حيث يتم توجيه النسبة الكبرى من الإئتمان المصرفي نحو الإئتمان قصير ومتوسط الأجل للقطاع الاستهلاكي (بند قطاعات أخرى)، وقطاع التجارة العامة، وقطاع الإنشاءات، ونسبة أقل لقطاع الصناعة (الملحق: د).

ب -أن تأثير عرض النقد بالمعنى الواسع على النمو الإقتصادي إيجابي ومعنوي في المدى الطويل وكذلك في المدى القصير، وهذا يتوافق مع النظرية الاقتصادية.

ج -أن تأثير القيمة السوقية، ومعدل الدوران على النمو الاقتصادي إيجابي ومعنوي في المدى الطويل والمدى القصير، وبالتالي تطور السوق المالي له تأثير إيجابي على النمو الإقتصادي في الأردن.

د -أن تأثير الإنفاق الحكومي على النمو الاقتصادي إيجابي ومعنوي في المدى القصير، في حين أنه سلبي وغير معنوي في المدى الطويل، حيث يعود ذلك إلى أن أغلب الإنفاق الحكومي في الأردن هو إنفاق جاري قصير الأجل، في حين أن الإنفاق الرأسمالي يشكل حصة أقل من إجمالي الإنفاق الحكومي.

5 -تبين من خلال اختبار التكامل المشترك، ومن خلال تحليل مكونات التباين أن تأثير الجهاز المصرفي هو أكبر من تأثير السوق المالي على النمو الاقتصادي في الأردن.

6 - أشارت النتائج الإحصائية إلى تحقق فرضية قيادة العرض في المدى الطويل وفي المدى القصير، وتبين ذلك من خلال اختبار السببية في المدى الطويل، وفي المدى القصير المبني على نموذج متجه تصحيح الخطأ، حيث توصل

الاختبار إلى وجود اتجاه أحادي السببية من متغيرات تطور الجهاز المصرفي، وتطور السوق المالي إلى متغير النمو الاقتصادي (LGDP).

7 -تبين وجود اتجاه ثنائي السببية بين الإنفاق الحكومي والنمو الاقتصادي في المدى القصير، وتم التوصل إلى إيجاد اتجاه أحادي السببية بينهما في المدى الطويل، يتجه من الإنفاق الحكومي إلى النمو الاقتصادي.

5-4 التوصيات

على ضوء النتائج التي تم الحصول عليها فإنه يمكن تقديم التوصيات التالية:

1 - التركيز على تحفيز جانب العرض في الاقتصاد، لأن نتائج الدراسة أظهرت أن التطور المالي هو الذي يسبب النمو الاقتصادي، ويتم ذلك من خلال:

أ- التركيز على أداء الجهاز المصرفي في مجال تحويل المدخرات إلى استثمارات منتجة وطويلة الأجل، وهذا لافتقاره للإدارة المالية في توظيف المدخرات من حيث الهيكل والكفاءة، حيث ظهر ذلك من خلال توجيه الحصة الأكبر من القروض نحو التمويل قصير الأجل، أي إلى المجال الاستهلاكي، الأمر الذي أثر سلبا على النمو الاقتصادي، ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال توحيد أعمال البنوك ضمن فكرة البنوك الشاملة التي تبناها البنك المركزي، وتشجيع عمليات اندماج البنوك، بهدف تعزيز رؤوس أموالها، وتوفير التمويل لإنفاقه على الاستثمارات طويلة الأجل.

ب- تعزيز قدرة الجهاز المصرفي على حشد المدخرات، وذلك من خلال ابتكار خدمات مصرفية، وأدوات مالية واستثمارية جديدة لتقديمها للعملاء.

ج- الرفع من كفاءة بورصة عمان للأوراق المالية نظرا لدورها الإيجابي في النمو الاقتصادي، ويتم ذلك من خلال تطوير عملية التداول الإلكتروني لتمكين أكبر عدد ممكن من المستثمرين من دخول السوق، وتخفيض تكلفة الإصدار، بالإضافة إلى تفعيل التداول في سوق السندات الذي يعرف ضعفا مقارنة بسوق الأسهم، وذلك بإعادة النظر في القوانين التي تلزم الشركات بضمان السندات قبل مضيها بإجراءات الإصدار، وبقيمة السندات المصدرة بالنسبة إلى قيمة رأسمال الشركة.

د- العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية إلى سوق عمان المالي، وتوجيهها نحو خدمة الاقتصاد الوطني، والاقتداء بتجارب الدول المجاورة والدول المتقدمة في هذا المجال.

هـ- توعية المستثمرين وذلك من خلال عقد دورات خاصة، لتوجيههم للإستثمار بما يخدم سوق عمان المالي.

2 - ترشيد الإنفاق الحكومي بما يخدم النمو الاقتصادي، وذلك بتوجيهه إلى الإنفاق الرأسمالي، والتقليل من الإنفاق الجاري غير المنتج.

المراجع

أ -المراجع العربية

أبو غزالة، رمزي فؤاد، 1991، "**أثر مؤسسات الوساطة المالية على النمو الاقتصادي الأردن حالة تطبيقية للفترة (1968-1988)**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

أندراوس، عاطف وليم، 2005، **السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر

البنك المركزي الأردني، 2011، بيانات سنوية، متوفر عبر: www.cbj.gov.jo.

البنك المركزي الأردني، النشرة الشهرية، 2005.

بورصة عمّان، 2011، بيانات سنوية، متوفر عبر: www.ase.com.jo.

تقارير البنك المركزي الأردني (1986، 1994، 1995، 1997، 2001، 2002، 2003، 2004، 2008).

تقارير سوق عمان المالي (1986، 1988، 1989، 1990، 1996، 1997، 1998)

تقارير هيئة الأوراق المالية (1999، 2000، 2002، 2005).

تقرير جمعية البنوك في الأردن 2009.

التميمي، أرشد فؤاد، 2010، **الأسواق المالية**، دار اليازوري، عمان، الأردن.

التميمي، أرشد فؤاد؛ سلام، أسامة عزمي، 2004، **الاستثمار بالأوراق المالية**، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

جبر، هشام، 2002، **المدخل إلى العلوم المالية والمصرفية**، منشورات بيت المقدس، فلسطين.

الجمل، جمال جويدان، 2002، **الأسواق المالية والنقدية**، دار صفاء، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

حاجبي، رامي إبراهيم، 2005، "**أثر تحرير القطاع المالي على النمو الاقتصادي في الأردن (1976-2002)**"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، الأردن.

حردان، طاهر حيدر، 2009، **أساسيات الاستثمار**، دار البداية، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

حسين، عصام، 2008، **أسواق الأوراق المالية**، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

حشيش، عادل أحمد، 1992، **أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

الحموري، قاسم؛ ملاوي، أحمد، 1994، إنتاجية الدينار من التسهيلات الإئتمانية للبنوك التجارية في الاقتصاد الأردني، **مجلة أبحاث اليرموك**، المجلد 10،العدد 3، ص 219-243، جامعة اليرموك، الأردن.

حنفي، عبد الغفار؛ قرياقص رسمية، 2000، **أسواق المال**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

الدعمي، عباس كاظم، 2010، **السياسات النقدية والمالية وآداء سوق الأوراق المالية**، دار صفاء للنشر والطباعة، عمان، الأردن.

الراوي، خالد وهيب، 2001، **إدارة العمليات المصرفية**، دار المنهج، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

الزبيدي، حمزة محمود، 2000، **إدارة المصارف**، مؤسسة الوراق، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

الزعبي، بشير خليفة، 2000، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (1978-1998)، **دراسات العلوم الإدارية**، المجلد 27، العدد 2، ص ص 321-330، الجامعة الأردنية، الأردن.

زغلول، إسماعيل سعيد، 1996، **السياسات النقدية في الأردن**، بحث مقدم لندوة السياسات النقدية في الدول العربية المنعقدة في 4-9 أيار، تحرير الصادق علي توفيق، الجارحي معبد علي، لطيفة نبيل عبد الوهاب، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، العدد الثاني، الإمارات العربية المتحدة، أبو ظبي.

الزيدانين، جميل سالم، 1999، **أساسيات في الجهاز المالي**، دار وائل للطباعة والنشر،الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

السحيباني، صالح إبراهيم، 2007، سوق الأسهم والنمو الاقتصادي: علاقات الارتباط والسببية، ورقة عمل، **جمعية الاقتصاد السعودية**، السعودية.

الشافعي، محمد زكي، 1982، **مقدمة في النقود والبنوك**، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر.

الشبلي، محمد إبراهيم؛ الشبلي، طارق إبراهيم، 2000، **مقدمة في الأسواق المالية والنقدية**، دائرة المكتبة الوطنية، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

الشراح، رمضان، 1989، **البنوك المتخصصة**، مكتبة الفلاح للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الكويت.

شيحة، مصطفى رشدي؛ عوض الله، زينب حسن، 1992، **النقود والبنوك والبورصات**، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر.

صقر، عمر، 2003، **العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

صوفان، ذكريات يوسف، 2008، "**أثر تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي في الأردن للفترة (1978-2004)**"، رسالة دكتوراه غير منشورة، الجامعة الأردنية، الأردن.

ضو، خليفة علي، 2000، **آداء السوق المالي وقطاع البنوك والنمو الاقتصادي في البلاد العربية**، بحث مقدم لندوة القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة المنعقدة في 2-3 أبريل (نيسان)، تحرير محمد الفنيش، صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة، أبو ظبي.

طريف، جليل، 2006، **التطورات الحديثة في بورصة عمان**، الأردن.

عبد المطلب، عبد الحميد، 2001، **العولمة واقتصاديات البنوك**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

العتوم، عامر، 2002، "**دور الإئتمان المصرفي في النمو الاقتصادي حالة الأردن (1985-2000)**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.

العصار، رشاد؛ الحلبي، رياض، 2000، **النقود والبنوك**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.

عطية، عبد القادر محمد عبد القادر، 2005، **الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.

علاوين، محمد عبد الهادي، 1998، "**أثر الإئتمان المصرفي في إحداث التقلبات الاقتصادية في الأردن (1985-1996)**"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، الأردن.

علي، عبد المنعم السيد؛ العيسى، نزار سعد الدين، 2004، **النقود والمصارف والأسواق المالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن.

فريز، زياد، 2003، **التطور المالي والنمو الاقتصادي: حالة الأردن**، تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، وقائع الندوة المنعقدة في 7-8 كانون الأول/ ديسمبر 2003، في إطار برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي، الإمارات العربية المتحدة.

قصراوي، قصي محمود، 2008، "**أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي في الأردن للفترة (1978-2007)**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.

ملاوي، أحمد، 1989، "**دور عرض النقد والتسهيلات الإئتمانية في الاقتصاد الأردني (1968-1986)**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.

مونتيل، بيتر، 2003، **التمويل والرفاهية والنمو**، بحث مقدم لندوة تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي المنعقدة في 7-8 كانون الأول / ديسمبر، في إطار برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي، الإمارات العربية المتحدة.

النجار، فريد، 1999، **البورصات والهندسة المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر.

ب–المراجع الإنجليزية

Antonios, A. (2010)," Stock Market and Economic Growth", **Business and Economics Journal,** Vol. 1, pp. 1-13.

Apergis, N., and Payne, J. E. (2009), "Energy Consumption and Economic Growth in Central America", **Energy Economics**, No. 31, PP. 211-216.

Apergis, N., and Payne, J. E. (2010), "The Renewable Energy Consumption- Growth Nexus in Central America", **Applied Energy**, No. 88, PP. 343-347.

Baliamoune-Lutz, M. (2008), " Financial Development and Income in North Africa", **International Atlantic Economic Society**, 14, PP.422-432.

Beck, T., and Levine, R. (2004), "Stock Markets, Banks, and Growth", **Journal of Banking & Finance**, 28, PP. 423–442.

Ben Naceur, S., and Ghazouani, S. (2007), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", **Research in International Business and Finance**, 21, PP. 297-315.

Caldero´n, C., and Liu, L. (2003), "The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth", **Journal of Development Economics**, 72, PP. 321-334.

Caporale, G. M., Rault, C., Sova, R., and Sova, A. (2009),"Financial Development and Economic Growth", **Discussion Papers of DIW Berlin**, PP. 1-39.

Charemza, W. W., and Deadman, D. F. (1992), "**New direction in econometric practice**", Edward Elgar Publishing Limited, England.

Cheng, X., and Degryse, H. (2010), "The Impact of Bank and Non-Bank Financial Institutions on Local Economic Growth in China", **J Financ Serv Res**, 37, PP. 179-199.

Christopoulos, D. K., and Tsionas, E. G. (2004), "Financial Development and Economic Growth", **Journal of Development Economics**, 73, PP. 55-74.

Colombage, S, R, N. (2009), "Financial Markets and Economic Performances", **Research in International Business and Finance**, 23, PP. 339-348.

Darrat, A. (1999), "Are Financial Deepening and Economic Growth Causally Related?", **International Economic Journal**, Vol. 13, pp. 13-35.

Demirguc-Kunt, A., and Levine, R. (1996), "Stock Market Development and Financial Intermediaries", **the World Bank Economic Review**, Vol. 10, NO. 2, pp. 291-321.

Dritsaki, c., and Bargiota, M. (2005), "The Causal Relationship between Stock, Credit Market and Economic Development", **Economic Change and Restructuring**, 38, PP. 113-127.

Enisan, A. A., and Olufisayo, A. O. (2009), "Stock Market Development and Economic Growth", **Journal of Economics and Business**, 61, PP. 162-171.

Gujarati, D. N. (2005), "**Basic Econometric"**, Third edition, McGraw-Hill Inc.USA.

Hondroyiannis, G., Lolos, S., and Papapetrou, E. (2005), "Financial Markets and Economic Growth in Greece, 1986–1999", **International Financial Markets Institution and Money**, 15, PP. 173-188.

King, R. G., and Levine, R. (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", **Quarterly Journal of Economics**, Vol 108, No.3, pp. 717-738.

Koivu, T. (2002), "Do Efficient Banking Sectors Accelerate Economic Growth in Transition Countries?" **BOFIT Discussion Papers**, NO.14, pp. 1-28.

Levine, R., and Zervos, S. (1996), "Stock Market Development and Long-Run Growth", **the World Bank Economic Review**, Vol. 10, No.2, pp. 323-339.

Levine, R., Loayza, N., and Beck, T. (2000)," Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", **Journal of Monetary Economics**, 46, pp. 31-77.

Liang, Q., and Teng, J. Z. (2006), "Financial Development and Economic Growth", **China Economic Review**, 17, PP. 395-411.

Liu, W. C., and Hsu, C. M. (2006), "The Role of Financial Development in Economic Growth", **Journal of Asian Economics**, 17, PP. 667-690.

Nieuwerburgh, S.V., Buelens, F., and Cuyvers, L. (2006), "Stock Market Development and Economic Growth in Belgium", **Explorations in Economic History**, 43, PP. 13–38.

Nowbutsing, B. M. (2009), "Stock Market Development and Economic Growth", **International Business & Economics Research Journal**, Vol. 8, No. 2, pp. 77–88.

Rousseau, P.L., and Xiao, S. (2007), "Banks, Stock Markets, and China's 'Great Leap Forward", **Emerging Markets Review**, 8, PP. 206–217.

Shaw, E. (1973), "**Financial Deepening in Economic Development**", Oxford University Press, London.

Singh, A. (1997), "Financial Liberalization, Stock Markets, and Economic Development", **Economic Journal**, vol. 107.

Wu, J, L., Hou, H., and Cheng, S, Y. (2009), "The Dynamic Impacts of Financial Institutions on Economic Growth", **Journal of Macroeconomics**, pp. 1-13.

Yang, Y. Y., and Yi, M. H. (2008), "Does Financial Development Cause Economic Growth?", Journal **of Policy Modeling**, 30, PP. 827–840.

ملحق (أ)

أسعار الفائدة على الودائع

السنة	ودائع تحت الطلب	ودائع التوفير	ودائع لأجل
1979	2.000	5.000	6.000
1980	2.000	5.000	6.000
1981	2.000	5.000	6.000
1982	4.000	5.000	6.000
1983	4.000	6-6.5	8.000
1984	4.000	6.5-7	8.500
1985	4.000	6.5-7	8.500
1986	3.000	5.5-6	7.500
1987	3.000	5.5-6	7.500
1988	-	-	-
1989	-	-	-
1990	1.690	5.180	8.230
1991	1.540	5.000	7.820
1992	0.740	5.010	6.950
1993	0.880	5.140	6.870
1994	1.150	4.960	7.330
1995	1.040	5.010	7.970
1996	1.190	5.220	8.850
1997	1.270	4.790	8.910
1998	1.350	4.560	8.330
1999	1.460	4.190	7.890
2000	1.200	3.760	6.550
2001	1.060	2.910	5.190
2002	0.910	1.840	3.970
2003	0.500	0.880	2.750
2004	0.380	0.730	2.490
2005	0.470	0.830	3.520
2006	0.870	0.990	5.130
2007	0.940	1.100	5.560
2008	1.010	1.040	5.660
2009	0.670	0.840	4.230

المصدر: الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية.

الملحق (ب)

هيكل إجمالي الودائع

السنة	إجمالي الودائع	ودائع تحت الطلب	ودائع تحت الطلب إلى إجمالي الودائع%	ودائع التوفير ولأجل	ودائع التوفير ولأجل إلى إجمالي الودائع%
1978	448.5	172.6	38.48	275.9	61.51
1979	593.1	213.1	35.92	380	64.07
1980	808.5	288.1	35.63	520.4	64.36
1981	977.7	316.5	32.37	661.2	67.62
1982	1169.5	354.5	30.31	815	69.68
1983	1397.8	387.8	27.74	1010	72.25
1984	1603.1	409.7	25.55	1193.4	74.44
1985	1747.2	374.6	21.44	1372.6	78.55
1986	1946.3	370.6	19.04	1575.7	80.95
1987	2142.4	380	17.73	1762.4	82.26
1988	2346.1	435	18.54	1911.1	81.45
1989	2625.4	509.3	19.39	2116.1	80.60
1990	2642.7	538.7	20.38	2103.9	79.61
1991	4022.1	846.6	21.04	3175.5	78.95
1992	4749	1109.2	23.35	3639.8	76.64
1993	4939.4	1035.6	20.96	3930	79.56
1994	5391.5	1032.2	19.14	3907.2	72.46
1995	5787.5	1011	17.46	4380.5	75.68
1996	5988.8	1019.1	17.01	4768.4	79.62
1997	6387.9	925.6	14.48	5063.2	79.26
1998	6811.4	1038	15.23	5349.9	78.54
1999	7502.4	1069.8	14.25	5741.6	76.53
2000	8224.5	1072.5	13.04	5738.9	69.77
2001	8721.3	1108.8	12.71	6393.6	73.31
2002	9367.7	1108.8	11.83	6393.6	68.25
2003	9969.4	1313.7	13.17	6910.8	69.32
2004	11564.1	1529.3	13.22	7192	62.19
2005	13119.3	1920.4	14.63	7447.3	56.76
2006	14591.9	2338.9	16.02	7630.5	52.29
2007	15988.1	3244.1	20.29	8320	52.03
2008	18102.6	3674.4	20.29	9444.9	52.17
2009	20298.4	3835.4	18.89	10756.5	52.99
2009-1978			20.40		70.60

المصدر : الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية.

النسب تم حسابها من قبل الباحثة.

الوحدة بالمليون دينار أردني.

الملحق (ج)

هيكل الائتمان المحلي

السنة	التسهيلات الممنوحة للقطاع الخاص	نسبة التسهيلات الممنوحة للقطاع الخاص إلى إجمالي الإئتمان المحلي	التسهيلات الممنوحة للحكومة	نسبة التسهيلات الممنوحة للحكومة إلى إجمالي الإئتمان المحلي	التسهيلات الممنوحة للبلديات والمؤسسات العامة	نسبة التسهيلات الممنوحة للبلديات والمؤسسات العامة إلى إجمالي الإئتمان المحلي	التسهيلات للمؤسسات المالية	نسبة التسهيلات للمؤسسات المالية إلى إجمالي الإئتمان المحلي
1979	445.8	0.72	118.4	0.19	46.6	0.07	-	-
1980	548.5	0.71	156.4	0.20	63.3	0.08	-	-
1981	691.2	0.71	194.8	0.20	85.4	0.08	-	-
1982	852.9	0.70	238.3	0.19	117.6	0.09	-	-
1983	1014.8	0.71	277.8	0.19	133.1	0.09	-	-
1984	1176.1	0.72	299.5	0.18	149.9	0.09	-	-
1985	1241.6	0.71	320.8	0.18	180.8	0.10	-	-
1986	1346.9	0.69	384	0.19	210.8	0.10	-	-
1987	1405.7	0.62	587	0.25	269.3	0.11	-	-
1988	1492	0.55	895.2	0.33	296.4	0.11	-	-
1989	1599.2	0.55	975.5	0.34	284.9	0.09	-	-
1990	1703	0.56	1004.5	0.33	284.6	0.09	-	-
1991	1841.8	0.59	968.9	0.31	271.3	0.08	-	-
1992	2076.4	0.63	938.7	0.28	274.7	0.08	-	-
1993	2316.2	0.66	770.1	0.22	296.8	0.08	106.9	0.03
1994	2769.9	0.70	712.8	0.18	341.9	0.08	123.9	0.03
1995	3200.1	0.73	675.2	0.15	362.2	0.08	134.0	0.03
1996	3362.9	0.75	651.7	0.14	408.9	0.09	131.5	0.02
1997	3535.3	0.77	501.1	0.10	425.3	0.09	128.7	0.02
1998	3839.6	0.72	1085.3	0.20	303.1	0.05	126.0	0.02
1999	4032.1	0.71	1187.3	0.21	307.9	0.05	70.6	0.01
2000	4211.9	0.73	1102.9	0.19	317.9	0.05	78.4	0.01
2001	4695.6	0.73	1304	0.20	284.3	0.04	79.9	0.01
2002	4847.8	0.73	1404.8	0.21	261.3	0.03	78.7	0.01
2003	5015.5	0.74	1345.7	0.20	278	0.04	74.4	0.01
2004	5885	0.75	1342.2	0.17	483.2	0.06	73.4	0.00
2005	7668.7	0.75	1808.3	0.17	528.1	0.05	94.5	0.00
2006	9546.4	0.81	1467.7	0.12	520.7	0.04	152.6	0.01
2007	11003.3	0.78	2099.9	0.14	625.7	0.04	214.5	0.01
2008	12533.5	0.71	4120.5	0.23	652.6	0.03	276.9	0.01
2009	12693.4	0.70	4618.7	0.25	482.1	0.02	335.0	0.01
المتوسط		0.70		0.21		0.07		0.01

المصدر: الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية.

ملاحظة: التسهيلات الممنوحة للقطاع الخاص تشمل على التسهيلات للمؤسسات المالية من 1979 إلى غاية 1992.

النسب تم حسابها من قبل الباحثة.

الوحدة بالمليون دينار أردني.

الملحق (د)

نسبة توزيع التسهيلات الإئتمانية على أهم القطاعات

السنة	نسبة التسهيلات المقدمة إلى قطاع التجارة من إجمالي التسهيلات	نسبة التسهيلات المقدمة إلى قطاع الإنشاءات من إجمالي التسهيلات	نسبة التسهيلات المقدمة إلى قطاع أخرى من إجمالي التسهيلات	نسبة التسهيلات المقدمة إلى قطاع الصناعة من إجمالي التسهيلات
1979	0.28	0.32	0.03	0.12
1980	0.29	0.32	0.03	0.12
1981	0.31	0.27	0.04	0.11
1982	0.32	0.24	0.04	0.11
1983	0.26	0.26	0.04	0.11
1984	0.24	0.27	0.04	0.12
1985	0.24	0.26	0.04	0.12
1986	0.24	0.25	0.03	0.12
1987	0.24	0.23	0.04	0.11
1988	0.24	0.22	0.03	0.11
1989	0.22	0.23	0.04	0.12
1990	0.21	0.22	0.05	0.12
1991	0.23	0.22	0.05	0.12
1992	0.23	0.20	0.07	0.11
1993	0.23	0.16	0.32	0.12
1994	0.24	0.21	0.20	0.12
1995	0.26	0.20	0.20	0.13
1996	0.26	0.19	0.20	0.12
1997	0.26	0.19	0.19	0.12
1998	0.25	0.18	0.19	0.14
1999	0.25	0.16	0.21	0.14
2000	0.24	0.16	0.24	0.15
2001	0.24	0.14	0.26	0.14
2002	0.24	0.14	0.25	0.15
2003	0.25	0.15	0.25	0.15
2004	0.23	0.15	0.28	0.14
2005	0.20	0.15	0.35	0.12
2006	0.19	0.15	0.37	0.11
2007	0.21	0.17	0.32	0.11
2008	0.22	0.17	0.30	0.12
2009	0.23	0.19	0.25	0.12
(2009-1979)	0.24	0.21	0.16	0.12

النسب تم حسابها من قبل الباحثة بالاعتماد على البيانات المنشورة على الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني.

ملحق (هـ)

نسبة الإئتمان المحلي إلى إجمالي الودائع

نسبة الإئتمان المحلي إلى إجمالي الودائع	إجمالي الودائع	الإئتمان المحلي	السنة
1.045708	448.5	469	1978
1.029843	593.1	610.8	1979
0.950155	808.5	768.2	1980
0.993556	977.7	971.4	1981
1.033604	1169.5	1208.8	1982
1.01996	1397.8	1425.7	1983
1.013973	1603.1	1625.5	1984
0.997711	1747.2	1743.2	1985
0.997637	1946.3	1941.7	1986
1.055825	2142.4	2262	1987
1.143856	2346.1	2683.6	1988
1.089205	2625.4	2859.6	1989
1.132213	2642.7	2992.1	1990
0.766266	4022.1	3082	1991
0.692735	4749	3289.8	1992
0.706564	4939.4	3490	1993
0.732356	5391.5	3948.5	1994
0.755335	5787.5	4371.5	1995
0.745558	5988.8	4465	1996
0.718609	6387.9	4590.4	1997
0.777902	6811.4	5298.6	1998
0.747188	7502.4	5605.7	1999
0.694559	8224.5	5712.4	2000
0.729547	8721.3	6362.6	2001
0.703332	9367.7	6588.6	2002
0.67331	9969.4	6712.5	2003
0.674925	11564.1	7804.9	2004
0.774256	13119.3	10157.7	2005
0.805193	14591.9	11749.3	2006
0.876014	15988.1	14005.8	2007
0.974534	18102.6	17641.6	2008
0.888341	20298.4	18031.9	2009

المصدر: الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية.

نسبة الإئتمان المحلي إلى إجمالي الودائع تم حسابها من قبل الباحثة.

الوحدة بالمليون دينار أردني.

الملحق (و)

بيانات متغيرات الدراسة

السنة	عرض النقد	الإئتمان المحلي	القيمة السوقية	حجم التداول	الإنفاق الحكومي	الناتج المحلي الإجمالي	الرقم القياسي لأسعار المستهلك
1978	606.7	469	286.11	5.61	361.5	795.4	0.231
1979	773.1	610.8	452.29	15.84	515.6	982.5	0.264
1980	984.8	768.2	495.52	41.43	563.2	1164.8	0.293
1981	1179.9	971.4	834.61	75.41	647.1	1448.7	0.316
1982	1403.3	1208.8	1,034.81	128.28	693.6	1649.9	0.339
1983	1615.2	1425.7	1,053.36	141.42	705.3	1786.6	0.356
1984	1757.7	1625.5	911.68	59.31	720.8	1909.7	0.37
1985	1874.8	1743.2	926.90	66.73	805.7	1970.6	0.381
1986	2072.4	1941.7	891.80	69.52	981.3	2240.5	0.381
1987	2372.2	2262	929.38	148.17	965.9	2286.7	0.38
1988	2646.8	2683.6	1,104.67	132.62	1054	2349.6	0.406
1989	2971.1	2859.6	1,400.40	367.58	1102.3	2425.4	0.51
1990	3122.6	2992.1	1,293.21	268.88	1120.1	2760.9	0.592
1991	3717.5	3082	1,707.09	302.83	1234.3	2958	0.641
1992	4193	3289.8	2,295.64	886.95	1372.5	3610.5	0.666
1993	4481.8	3490	3,463.93	968.61	1411.6	3884.3	0.688
1994	4841.5	3948.5	3,409.29	495.07	1587.8	4358.3	0.713
1995	5159.8	4371.5	3,495.43	418.95	1693.9	4714.6	0.729
1996	5175.3	4465	3,461.15	248.58	1789.6	4912.2	0.777
1997	5576.6	4590.4	3,861.95	355.24	1952	5137.4	0.8
1998	6026.3	5298.6	4,156.55	464.37	2087.7	5609.9	0.825
1999	6747.6	5605.7	4,137.71	389.47	2039.5	5778.3	0.83
2000	7434.7	5712.4	3,509.64	334.72	2187.1	5998.7	0.835
2001	7866.1	6362.6	4,476.36	668.65	2316.3	6363.8	0.851
2002	8419.1	6588.6	5,028.95	950.27	2396.2	6794	0.866
2003	9465.7	6712.5	7,772.75	1,855.17	2809.8	7228.7	0.886
2004	10571.4	7804.9	13,033.83	3,793.25	3180.5	8090.8	0.909
2005	12364	10157.7	26,667.10	16,871.05	3538.9	8953.7	0.941
2006	14109.7	11749.3	21,078.24	14,209.87	3912.2	11092.6	1
2007	15606.8	14005.8	29,214.20	12,348.10	4586.5	12595.6	1.047
2008	18304.2	17641.6	25,406.26	20,318.01	5431.9	16107.9	1.193
2009	20013.3	18031.9	22,526.91	9,665.30	5976	17815.6	1.185

المصدر: موقع بورصة عمان الإلكتروني، بيانات إحصائية سنوية.

الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الأردني، بيانات إحصائية سنوية.

الوحدة بالمليون دينار أردني.